Die volkswirtschaftliche Funktion und Problematik der Effektenbörse in ihrem Wandel seit der Vorkriegszeit

DISSERTATION

zur Erlangung des Grades eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Hansischen Universität zu Hamburg

vorgelegt von

LOTTE KNAPP
aus Berlin

Hamburg 1939

Gutachter: Prof. Dr. von Mühlenfels

Mitgutachter: Prof. Dr. Zimmermann

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Tag der mündlichen Prüfung: 18. 9. 1939

Dissertationsdruck A. Preilipper, Hamburg 11, Admiralitätsstr. 16, Ruf: 36 50 89

INHALTSVERZEICHNIS

Seite

Einleitung:

Die Stellung der Effektenbörse in der Volkswirtschaft 5

Hauptteil:

Die einzelnen Funktionen der Effektenbörse, ihre Probleme und ihr Bedeutungswandel

1. Kapitel: Die durch die Effektenbörse geschaffene Marktverbreiterung als Grundvoraussetzung für die Erfüllung ihrer volkswirtschaftlichen Funktionen 9

I. Zusammenfassung der getätigten Umsätze 9

A. Marktverbeiterung durch zeitliche Konzentration . . . 9

B. Die Bedeutung einer regionalen Zusammenfassung . . . 10

C. Sachliche Konzentration aller Wertpapierumsätze auf einen Markt 13

II. Marktverbreiterung durch Steigerung der Umsätze 13

A. Erweiterung des beteiligten Personenkreises 16

B. Ermöglichung zusätzlicher Geschäfte durch Kredithilfe . . 23

2. Kapitel: Die Funktionen der Effektenbörse als Glied des Kapitalmarkts 32

I. Die Regulierung des Kapitalstroms durch die Effektenbörse . 32

A. Die Börse als Stätte der Kapitalvermittlung 32

B. Die Kapitallenkung durch die Effektenbörse 43

C. Die durch die Börse bewirkte Kapitalvermehrung . . . 47

II. Die Börse als Regulator des Kapitalpreises 55

A. Der Börsenkurs als Preis für Gläubiger- und Beteiligungsrechte 55

B. Die Bewertungsfunktion der Effektenbörse 63

C. Börse und Kapitalzins 65

3. Kapitel: Die geld- und kreditwirtschaftlichen Einflußsphären der Effektenbörse 68

I. Die währungsmäßigen Aufgaben 68

A. In der Zeit bis 1931 68

B. Die Möglichkeiten des NS Staates zur Beeinflussung der Währung über die Börse 68

II. Entlastung des Geldmarkts durch die Börse? 69

A. Geld- und Kapitalmarkt 69

B. Absorbiert die Börse Kapital? 70

C. Die Einrichtungen der Börse zur Herabsetzung des Zahlungsmittelbedarfs des Effektenmarktes 73

4. Kapitel: Die spezifischen Funktionen und Rückwirkungen der Effektenbörse auf die Gesamtwirtschaft 74

I. Börse und Konjunktur 74

A. Ausgangspunkt 74

B. Die Börse als dynamisches Konjunkturelement 76

C. Grundsätzliche Problematik 77

Seite

D. Die veränderte Stellung der Börse zu den Konjunkturbewegungen infolge des Strukturwandels der Nachkriegszeit 78
E. Die konjunkturelle Bedeutung der Börse in der gesteuerten Wirtschaft 79
II. Die Bedeutung der Börseneinkommen 80
A. Worum es geht 80
B. Darstellung nach Richter—Altschäffer 80
C. Die Lehrmeinungen 81
D. Kritik 81
III. Der Börsenkurs als Kontrolle der Bankpolitik 82
IV. Die fiskalische Bedeutung der Börse 83
A. Die Börse als Markt für öffentliche Schuldverschreibungen . 84
B. Die Börse als Besteuerungsobjekt 84
V. Die Bedeutung der Effektenbörse für das Anlagepublikum . . 86
5. Kapitel: Die wirtschaftethische Problematik der Effektenbörse . 89
I. Soziale Ungerechtigkeit 89
A. Benachteiligung des Publikums 89
B. Soziale Härten innerhalb der Börse 90
II. Untergrabung der Wirtschaftsmoral 91
III. Die Entpersönlichung der Wirtschaftsbeziehungen 92
IV. Die Börse und das Judentum 93
6. Kapitel: Das Gesamt-Erscheinungsbild der Effektenbörse in den einzelnen Epochen und ihre Kritik 95
I. Vorkriegszeit 95
II. Weltkrieg 96
III. Nachkriegszeit 97
A. Inflation 97
B. Stabilisierung 98
C. Entstehen und Vergehen der Scheinblüte 98
D. Die Krise 1931/32 99
IV. Die Börsen im Dritten Reich 99
A. Wiederaufbau 1933—39 99
B. Der europäische Krieg 100
Schluß:
Börse und Staatsführung 101
I. Ist eine Börse ohne Staatsaufsicht möglich? 101
II. Ist in einer Führungswirtschaft eine Effektenbörse möglich bzw. erforderlich? 103
A. Wirtschaftliche Notwendigkeit 103
B. Weltanschauliche Einwände 104
III. Welches sind die Funktionen der Börse in der nationalsozialistischen Führungsschaft? 106
A. Wandlung alter Funktionen 106
B. Neue Möglichkeiten 108
IV. Erfüllt die funktionsbeschnittene Effektenbörse noch die Kriterien einer Börse? 109
Literatur 111

Einleitung:

Die Stellung der Effektenbörse in der Volkswirtschaft

Die Börse ist ein Markt besonderer Art. Ein Markt ist die Sphäre, in der Angebot und Nachfrage aufeinandertreffen und Umsätze getätigt werden, wobei sich ein einheitlicher Preis — der Marktpreis — bildet.

In früherer Zeit wäre ein Markt nicht denkbar gewesen, ohne daß sich sämtliche Interessenten zu bestimmter Zeit an einem bestimmten Ort versammelten. Anbietende und Nachfragende brachten gegenseitig ihre Gebote vor, und nach Sondierung des Kräfteverhältnisses bildete sich für jede Ware ein einheitlicher Preis heraus; denn kein Käufer wäre willens gewesen, die gleiche Ware teurer zu bezahlen als ein anderer, während natürlich kein Verkäufer daran gedacht hätte, seine Ware billiger herzugeben als sein Konkurrent.

In der modernen Verkehrswirtschaft nun ist dieses räumliche und zeitliche Beieinander häufig nicht mehr erforderlich: Die hochentwickelte Nachrichtenübermittlung (Zeitung, Fernsprecher, Post, Telegraph usw.) überbrückt Raum und Zeit. So bildet sich ein abstrakter, ein unsichtbarer Markt (Arbeitsmarkt, Wohnungsmarkt, Automobilmarkt).

Dieser abstrakte Markt ist aber nur wirtschaftlich bei einem beschränkten Kreis von Beteiligten. Denn Raum und Zeit summieren sich und ergeben bei einem größeren Interessentenkreis so große Reibungsverluste, daß es doch wieder lohnend wird, sich an einem einheitlichen Ort zu bestimmter Stunde zu versammeln. Hat z. B. jemand eine AEG-Aktie zu verkaufen, so wäre es ein Unding, wollte er an sämtliche Sparer ein Rundschreiben erlassen, um zu erforschen, wer sie ihm meistbietend abnimmt.

Für derartige Massengüter ist man daher zu einer Form des konkreten Marktes zurückgekehrt: zur B ö r s e. Die Börse bedeutet jedoch nicht etwa einen Rückschritt in der Entwicklung. Denn sie ist kein gewöhnlicher Markt: Zwei Kriterien unterscheiden sie davon.

Das erste:[1]

Während das Angebot und die Nachfrage auf dem gewöhnlichen Markt echtem Bedarf entspringen — also begrenzt sind — ruft die Markt-

1 Lansburgh (Briefe eines Bankdirektors an seinen Sohn, Band 4, S. 31) hält dieses Merkmal sogar für das wichigere.

lage an der Börse zusätzliches Angebot bzw. Nachfrage hervor, lediglich aus dem Motiv heraus, die betr. Objekte bei passender Gelegenheit mit Gewinn zu verkaufen bzw. zu kaufen. Am Markt bleibt also bei erheblichem Überwiegen des Angebots oder der Nachfrage ein Teil unbefriedigt — selbst bei stark nachgebenden Preisen —, weil eben einfach kein Bedarf vorhanden ist. An der Börse dagegen ruft eine solche einseitige Marktlage sofort die Spekulation auf den Plan, die bei Überfluß zu niedrigen Kursen Material aufnimmt und bei Mangel zu hohen Kursen abgibt. Die Börse dient also mit Hilfe der Spekulation der bestmöglichen Befriedigung der Marktparteien; sie steigert damit die Umsätze. (Deshalb ist es auch eine Fiktion, wenn man die Tätigkeit der Spekulation lediglich als zeitlichen Ausgleich kennzeichnet[2]; denn es liegen tatsächlich echte Umsätze vor.)

Das zweite:

Die gehandelten Objekte sind beim Kaufabschluß weder gegenwärtig noch durch Muster belegt. Daher müssen die Handelsgegenstände der Börse fungibel sein. Um die Vertretbarkeit vollkommen zu machen, hat man daneben noch die Menge (Schluß), die Lieferzeit (Kassa, medio, ultimo), den Erfüllungsort und die Kreditwürdigkeit (Liquidationskasse usw.) vereinheitlicht. Die Börse ermöglicht es dadurch, unter minimalem Aufwand an Zeit und Kosten ungeheure Massenumsätze zu tätigen und einen einheitlichen Preis zu ermitteln.

Die Güter, die sich hierzu eignen, sind: Rohstoffe, Dienstleistungen (Versicherungen, Frachten), Geld und Kredit. Dementsprechend haben wir z. B. in Hamburg eine Produktenbörse (mit ihren Unterabteilungen), eine allgemeine Börse und eine Wertpapierbörse.

Die Handelsobjekte der Wertpapierbörse sind:

Devisen (ausländische Sorten, Wechsel, Schecks),
kurzfristiger Kredit,
langfristiger Kredit.

Gegenstand dieser Abhandlung soll nur die Börse für langfristigen Kredit — die Effektenbörse im engeren Sinne — sein.

Die Effektenbörse als solche ist Teil — und zwar der bedeutendste Teil — des Kapitalmarktes[3], d. h. des Marktes für langfristige Zurverfügungstellung von Kaufkraft[4]. Sie kann niemals den gesamten Kapitalmarkt in sich schließen[5], weil sie eben als Börse zwei Hauptvoraussetzungen an ihre Handelsobjekte stellt: Fungibilität und Massen-

---

[2] Flersheim, Fritz: Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, Mannheim 1914, S. 4.

[3] Prion (Börsen — wozu? Berlin 1939, S. 18) vertritt im Gegensatz zu Flersheim die Ansicht, daß die Börse den gesamten Effektenmarkt repräsentiert.

[4] Nur am Rande sei bemerkt, daß dieses bei weitem nicht die einzige Definition des Wortes „Kapitalmarkt" ist. Mit der theoretischen Abgrenzung des Kapitalmarktbegriffs hat sich vor allem Spiethoff befaßt in seinem Werk „Die äußere Ordnung des Geld- und Kapitalmarkts", Schmollers Jb. Bd. 33, 1909. Ferner v. Beckerath (Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916).

[5] „Der Kapitalmarkt hat an der Börse zwar gewisse Mittelpunkte, aber es kommt jedoch entfernt nicht zu einer ausschließlichen Abhaltung". (Spiethoff, a. a. O. S. 22).

umsätze. Fungibel ist aber mit wenigen Ausnahmen nur das Kapital, welches durch Inhaberpapiere verbrieft ist. Das Erfordernis der Massenumsätze andererseits ist nicht erfüllt bei denjenigen Inhaberpapieren, deren Gesamtemission zu klein ist oder deren Majorität sich in festen Händen befindet.

Der gesamte Kapitalmarkt wird daher neben den Börsen noch von der Mehrzahl der Kreditinstitute und dem sogenannten privaten (unorganisierten) Kapitalmarkt repräsentiert. Trotzdem werden nun nicht sämtliche börsenfähigen Effekten nur an der Börse gehandelt; vielmehr ist es gerade in Deutschland Aufgabe der Kreditinstitute, Mittler zwischen Börse und Publikum zu sein.

Was also die Börse aus dem übrigen Kapitalmarkt heraushebt, ist vor allem der breite Markt. Ihre Grundfunktionen sind Aufgaben des Kapitalmarkts, die sie auf Grund ihrer vorgenannten Eigenschaft am besten zu erfüllen in der Lage ist.

Die beiden Grundfunktionen der Effektenbörse sind die Tätigung von Umsätzen auf Grund der durch sie geschaffenen Marktbreite — d. h. die Kapitalvermittlung — und die Preisbildung.

Hieraus ergeben sich folgende

Sekundärfunktionen:

Folgen der *Börsenumsätze* sind:

Die Börsenumsätze erst verwirklichen die durch das Effektenprinzip geschaffene Möglichkeit der Mobilisierung des immobilen Kapitals; sie liquidisieren das in Effekten angelegte Geldkapital und fördern dadurch die Kapitalbereitstellung, welche indirekt der Bildung von Realkapital zugute kommt.

Effektenumsätze des Notenbankinstituts an der Börse ermöglichen weiter eine Beeinflussung der Währung.

Endlich schafft die bereits erwähnte Liquidisierung eine so starke Annäherung des Effektenmarkts an den Geldmarkt, daß die Effektenbörse in der Lage ist, den Geldmarkt von Überfluß und Mangel zu entlasten.

Zum Schluß haben die Börsenumsätze noch fiskalische Bedeutung: Sie versorgen auch den Staat mit Leihkapital und bilden obendrein eine willkommene Besteuerungsgrundlage.

Die *Preisbildung* wirkt sich folgendermaßen aus:

Die an der Börse ermittelten Kurse bilden nicht nur die Grundlage der an der Börse getätigten, sondern auch der außerbörslichen Umsätze und der Bewertung von Effekten zum Zweck der Vermögensermittlung.

Die Börsenkurse bewerten aber nicht nur die Effekten, sondern damit zugleich das emittierende Unternehmen. Sie bieten damit eine Handhabe zur Kapitallenkung; denn verständlicherweise kann nicht jeder Kapitalbedarf befriedigt werden.

Auch die Geldkapitalbildung kann durch die bei Börsenspekulationen in Aussicht stehenden Gewinne usw. angeregt werden.

Da die Rendite von Effekten von der Kurshöhe abhängt, beeinflußt die Preisbildung an der Effektenbörse gleichzeitig das Zinsniveau.

Weiter bestehen Wechselbeziehungen zwischen den Börsenkursen und den Konjunkturbewegungen.

Endlich bedeutet die Bewertung durch die Börse zugleich eine gewisse Kontrolle der Geschäftsgebarung der Unternehmungen, insbesondere der Bankpolitik.

Nicht eine Funktion — wenn wir unter Funktion wesensmäßige Aufgabe verstehen — wohl aber eine gewisse Rückwirkung hat die Börse außerdem noch auf die *Einkommens*verteilung.

Im folgenden sollen nun diese Funktionen daraufhin diskutiert werden, wie sie sich im einzelnen auswirken, welche Probleme sich daraus ergeben, welche Bedeutung sie in den einzelnen Epochen haben und wie sie in der Literatur beurteilt werden[6].

Obgleich das Thema dieser Abhandlung es naheliegend erscheinen ließ, den Stoff chronologisch zu ordnen, habe ich im Interesse einer geschlossenen Behandlung der einzelnen Funktionen und Probleme zu einer systematischen Gliederung gegriffen, da sonst Wiederholungen und Überschneidungen nicht zu vermeiden gewesen wären. Der Zeitvergleich ist also im einzelnen bereits in den betreffenden Abschnitten enthalten. Eine kurze historische Zusammenfassung wird dann im 6. Kapitel gegeben.

Im letzten Abschnitt soll dann untersucht werden, welche Zukunftsaufgaben die Effektenbörse im nationalsozialistischen Deutschland hat.

---

[6] Dabei soll die Organisation der Börse als bekannt vorausgesetzt werden.

HAUPTTEIL

Die einzelnen Funktionen der Effektenbörse, ihre Probleme und ihr Bedeutungswandel

1. Kapitel:

Die durch die Effektenbörse geschaffene Marktverbreiterung als Grundvoraussetzung für die Erfüllung ihrer volkswirtschaftlichen Funktionen

Was die Effektenbörse vor dem übrigen Kapitalmarkt voraus hat, ist — wie bereits betont — die Marktbreite. Diese Eigenschaft erst versetzt die Börse in die Lage, verschiedene Funktionen auf dem Gebiete des Kapitalmarkts — insbesondere die Kapitalbeschaffung, Kapitalvermehrung und Preisbildung — in so hervorragender Weise zu erfüllen, daß sie nunmehr zu typischen Börsenfunktionen geworden sind. Wir wollen daher im folgenden untersuchen, auf welche Faktoren diese Marktverbreiterung zurückzuführen ist, bzw. wodurch sie noch gesteigert werden könnte. Die Möglichkeiten liegen hier einmal in der Zusammenfassung der ohnehin getätigten Effektenumsätze und ferner in der Schaffung zusätzlicher Umsätze.

I. Zusammenfassung der getätigten Umsätze

A. Marktverbreiterung durch zeitliche Konzentration

Dadurch, daß sich die Börsenzeit auf wenige Stunden zusammendrängt, werden sämtliche Kauf- und Verkaufsgebote eines Tages gesammelt und stehen sich nun in größerer Anzahl gegenüber. Zur höchsten Vollkommenheit gelangt diese zeitliche Konzentration beim Kassa-Einheitskurs[7]; denn hier werden sämtliche Umsätze in einem Moment getätigt. Bei Werten, die ohnehin einen regen Umsatz haben, ist dies nicht erforderlich; sie werden daher auch variabel gehandelt. Hier wäre eine Beschränkung auf den Einheitskurs nur schädlich, da die Spekulation dann weniger Interesse hat.

[7] In Deutschland nur an der Berliner und Frankfurter Börse üblich.

Umgekehrt führt bei Effekten von geringerer Bedeutung selbst der Kassa-Einheitskurs noch nicht zu genügender Marktverbreiterung; hier hilft man sich, indem man sie nur zweimal wöchentlich notiert.

Ob allerdings der Einheitskurs rein umsatzmäßig das Ideal ist, muß bezweifelt werden; denn dabei fallen sämtliche Gebote, deren Limit den Kurs nicht erreicht, aus, während bei variabler Notierung damit zu rechnen ist, daß sie doch noch einen Partner finden, der ihnen in seinem Limit entsprechend entgegenkommt. Die Bedeutung des Einheitskurses liegt daher vorwiegend auf preislichem Gebiet.

B. Die Bedeutung einer regionalen Zusammenfassung

1. Vergrößerung des Wirkungsbereichs der einzelnen Börse

Je weniger Börsen in einem Lande bestehen, desto größer wird das Arbeitsfeld jeder einzelnen Börse. In Erkenntnis dieser Tatsache hat man durch das Gesetz von 1934 die Zahl der deutschen Börsen von 21 auf 9 herabgesetzt; inzwischen ist Wien wieder als zehnter Platz hinzugekommen; aber dafür hat es auch sein eigenes Gebiet mitgebracht. Diese Wirkung wird noch verstärkt dadurch, daß lokale Werte nur an der Heimatbörse zugelassen werden.

2. Zusammenarbeit der Börsen innerhalb einer Volkswirtschaft

In Wirklichkeit ist die einzelne Börse kein in sich geschlossener Markt, sondern sie ist durch Arbitrage mit sämtlichen anderen Börsen der Volkswirtschaft verbunden zu e i n e m großen Markt, auf dem die Spitzen der An- und Verkaufsgebote und damit auch die Preisdifferenzen ausgeglichen werden.

Dementsprechend ist die Bedeutung der interurbanen Arbitrage in Deutschland mit steigender Vervollkommnung und Verbilligung der Verkehrstechnik (Börsentelephon, stückeloser Effektenverkehr usw.) ständig gewachsen.

Das traf besonders nach der Inflation zu. Selbst an kleinen Provinzbörsen konnten große Effektenposten gehandelt werden. Die besonders in der Erregung der Inflation auftretenden starken Kursdifferenzen boten der Arbitrage reichliche Betätigungsmöglichkeiten.

3. Internationaler Kapitalaustausch

Durch die Arbitrage wird jedoch nicht nur innerhalb des Kapitalmarktes einer Volkswirtschaft ein Ausgleich geschaffen, sondern in erhöhtem Maße in der Kapitalversorgung verschiedener Staaten. Angeregt durch verschiedene Ertragschancen, hat das Kapital stets das natürliche Bestreben, aus dem Kapitalüberschußland in das Kapitalunterschußland zu fließen. Dabei kommt es selbstverständlich nicht auf die absoluten Größen der tatsächlich vorhandenen Kapitalien an, sondern auf den Kapitalbedarf, bezogen auf die Größe des Landes, Bevölkerungszahl, Investitionsaufgaben usw.

Technisch kann sich nun dieses Überströmen von Kapitaldisposition auf verschiedene Weise vollziehen: Einmal besteht die Möglichkeit einer

direkten vertragsmäßigen Anleihebegebung von Staat zu Staat. Der uns hier interessierende Fall ist jedoch der, daß entweder ausländisches Kapital an deutschen Börsen Anlage sucht[8] (eigentliche Arbitrage) oder daß deutsche Teilschuldverschreibungen, die nur für den Umlauf im Ausland bestimmt sind, direkt an ausländischen Börsen emittiert werden.

Oft entsteht die Frage, ob der Kapitalimport in Form von Aktien oder in Form von Obligationen günstiger ist. Prion[9] zieht die Aktie vor, weil sie das Unternehmen nicht mit einem festen Zins belastet. M. E. unterschätzt er hierbei die Gefahr der Überfremdung, die allerdings durch die Schaffung von mehrstimmigen Aktien in der Inflation und der Folgezeit mit mehr oder weniger Erfolg bekämpft worden ist (jetzt sind diese Aktien bis auf wenige Ausnahmen verboten). Diesem Überfremdungsproblem tragen auch die Richtlinien für die Devisenbewirtschaftung Nr. II/36 Rechnung, indem ein Wertpapiersperrguthaben nur insoweit zum Erwerb von Aktien verwendet werden darf, als es aus dem Verkauf inländischer Aktien entstanden ist.

Die internationale Arbitrage hat neben der obengenannten Aufgabe die wichtige volkswirtschaftliche Funktion, zum Ausgleich der Zahlungsbilanz eines Landes beizutragen.

Eine starke Effektenbeteiligung bedeutet zugleich auch p o l i t i s c h e Machtstellung gegenüber kleineren Staaten.

Dabei birgt die internationale Arbitrage vor allem zwei Gefahren: Einmal haben die Auslandskäufe einen stimulierenden Einfluß auf die heimischen Kurse, weil die Spekulation nicht weiß, daß fremde Geldmittel dahinter stehen. Zum anderen ist das ausländische Kapital vorwiegend spekulativ eingestellt und fließt daher schnellstens zurück, sobald die geplanten Kursgewinne erzielt sind oder die Entwicklung nicht in gewünschter Weise erfolgt[10]. Dadurch aber werden die heimischen Kurse stark beunruhigt.

Die volkswirtschaftliche Funktion der internationalen Arbitrage hat sich im Laufe der Zeit erheblich gewandelt.

Vor dem Kriege hatte Deutschland 25 Milliarden im Ausland investiert[11], davon rund 23 Millionen in Effektenform[12].

Ganz besondere Bedeutung haben die internationalen Kapitalbewegungen im Weltkrieg gehabt, da der Verkauf von Wertpapieren an neutralen Börsen Devisen hereinbrachte. Er wurde allerdings durch Gegenmaßnahmen der Feinde und die Schließung der eigenen Börsen stark erschwert[13]. Hinzu kam das Kursveröffentlichungsverbot. Trotzdem gelang es, gewaltige Summen über die Grenze zu bringen. Der Wechselkurs konnte auf diese Weise bedeutend länger gehalten werden. Die bewegten Bestände betragen schätzungsweise 3 Milliarden RM, davon 1,2 Milliarden durch freie Veräußerung.

---

8 oder umgekehrt.

9 Ist die Börse reformbedürftig? Berlin 1932. S. 11.

10 O. Michaelis bezeichnet „kosmopolitische Börseneffekten" daher als eine täglich kündbare Schuld des heimischen Marktes.

11 Schacht, Heinrich: Die Börse im Dritten Reich 1933, S. 11.

12 Finke, Johannes: Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Arbitrage und ihre Einschränkung durch die Kriegs- und Nachkriegsgesetzgebung, 1930.

13 Finke, a. a. O., S. 123 ff.

Der stattliche deutsche Besitz an Auslandseffekten vor dem Kriege stellte daher die denkbar beste Kriegsreserve dar. In dieser Beziehung war das Deutschland von 1914 finanziell besser gerüstet als heute. Sofern allerdings die Effekten in Feindesland lagen, gingen sie zum großen Teil durch Konfiskation verloren.

Im Frühjahr 1917 entschloß man sich, die Realisierung des deutschen Auslandseffektenbesitzes zu zentralisieren und dadurch wirksamer zu gestalten. Denn ein verstreuter Massenverkauf mußte zu Kursverlusten führen; das Reich aber beschlagnahmte alle Auslandseffekten und lombardierte sie im Ausland. Damit wurde zugleich eine Kapitalflucht unterbunden. Umgekehrt wurde ein Effektenimport durch Devisenbeschränkung stark eingeengt. Die Arbitrage als solche kam damit allerdings völlig zum Stillstand.

In der unmittelbaren Nachkriegszeit übernahm das Ausland nicht nur ausländische, sondern sogar deutsche Effekten von uns und hat dadurch die Börsenhausse 1922/23 entscheidend verursacht. Hiermit war jedoch die beständige Gefahr des schnellen Rückströmens verknüpft.

Ganz besondere Bedeutung erlangte der internationale Kapitalaustausch in der Zeit von 1924—1931. Öffentliche Körperschaften und Industrie verlangten dringend nach Finanzierungsmitteln zur Nachholung der in den Inflationsjahren versäumten Rationalisierung. Sie selbst hatten sich in der Inflation größtenteils entschuldet, so daß der Aufnahme von Kredit betriebswirtschaftlich nichts im Wege stand. Die Geldkapitalbildung in Deutschland aber war zu der Zeit minimal, so daß man weitgehend auf Mittel des Auslandes angewiesen war.

Demgemäß hat sich Deutschland in den Jahren 1924—31 mit 10,5 Milliarden RM excl. Beteiligungen langfristig an das Ausland verschuldet Rund 50% aller Rentenkäufe entfielen auf das Ausland[14]. Wären diese Kredite sämtlich produktiv angelegt worden, so hätte das unter Umständen nichts geschadet. Sie sind dagegen[15] zum großen Teil in Form von Reparationen sofort wieder aus dem Lande geflossen. Der Fehler war vor allem, daß die gegnerischen Mächte keine Waren in Zahlung nehmen wollten, sondern auf Bargeld bzw. Gold bestanden. Die Aufnahme einer ausländischen Anleihe ist nur gesund, wenn von vornherein bindend vereinbart wird, daß Zinszahlungen und Amortisationen in Waren und Leistungen erfolgen können.

Unter dieser Voraussetzung hält Huhle sogar die Aufnahme ausländischer Anleihen für die Zukunft für gangbar und empfehlenswert.

Zwar sind die in dem genannten Zeitraum aufgenommenen Auslandsanleihen nicht alle in Wertpapierform erfolgt; denn Prion[16] berichtet, daß in den Jahren 1924—30 für 2,5 Milliarden Mark deutsche Effekten ins Ausland gegangen sind. Ein Beweis, daß auch ohne die Börse dieser Kapitalstrom von Land zu Land geflossen wäre[17]; die Börse aber erleichtert und beschleunigt diesen Austausch.

---

[14] Schacht, Heinrich: Die Börse im Dritten Reich, Berlin 1934, S. 27.

[15] Huhle: Auslandsanleihen, Industralisierung und Weltwirtschaft in „Weltwirtschaftl. Archiv" 1938, Jahrgang 47, I, S. 251 ff.

[16] a. a. O.

[17] Benning, Bernhard: Der Schwarze Freitag, Jena 1929, S. 108.

Allerdings kann man der unvernünftigen Handelspolitik des Auslandes nicht die ganze Schuld an dem Fehlschlag der in den zwanziger Jahren aufgenommenen Auslandsanleihen zuschreiben; denn zweifellos sind seitens der Schuldner starke Überinvestitionen (Repräsentationsbauten!) vorgekommen. Schacht sah die Gefahr und suchte schon damals mit allen Mitteln das weitere Hereinströmen von Auslandsgeldern zu verhindern (zeitweilige Aufhebung der Kapitalertragssteuerbefreiung für Auslandsanleihen usw.). Er glaubte, damals schon die deutsche Wirtschaft kapitalmäßig autarkisieren zu können. Doch hat er nach dem Urteil der damaligen Zeit[18] die Dringlichkeit des Kapitalbedarfs der deutschen Wirtschaft unterschätzt. Er erreichte damit nur das Gegenteil von dem, was er wollte: statt des langfristigen Kapitalstroms, den er unterbunden hatte, flossen nun kurzfristige Gelder nach Deutschland herein. Finke glaubt, daß die erhöhte steuerliche und kostenmäßige Belastung der Arbitrage nach der Inflation die Arbitragegeschäfte um die Hälfte reduziert hätte.

Die deutsche Bankenkrise von 1931 hat dann zu einer außerordentlichen Entwertung der deutschen Effekten geführt, die Prion zum großen Teil auf die Abstoßungen des Auslandes zurückführt.

Infolge der Devisenbewirtschaftung seit 1931 hat die internationale Arbitrage in Deutschland so gut wie ganz aufgehört[19]. Im amtlichen Kurszettel dürfen ausländische Werte heute nicht mehr veröffentlicht werden. 1939 kam noch der Anbietungszwang für ausländische Wertpapiere hinzu.

In einer Hinsicht allerdings hat die Devisengesetzgebung den Ankauf deutscher Wertpapiere durch Ausländer gefördert: nämlich dadurch, daß für gewisse Sperrguthaben die Anlage in Wertpapieren gestattet wurde, was dem Ausländer eine höhere Rendite sichert. Die so erworbenen Effekten durften aber nur mit Genehmigung weiterveräußert werden. Durch spätere Gesetzgebung ist die Verwendungsmöglichkeit von Sperrmark für Aktienkäufe wieder eingeschränkt worden[20].

Das bedeutet jedoch nicht, daß heute keine deutschen Effekten mehr im Ausland kursieren; es läuft vielmehr noch eine stattliche Anzahl deutscher Auslandspfandbriefe um. Es erfolgen jedoch keine Neuemissionen mehr.

Die Unterbindung der internationalen Arbitrage durch die Devisengesetzgebung trifft jedoch nicht nur für Deutschland zu, sondern daneben für viele andere Länder, wenn auch vielleicht in abgeschwächtem Maße (z. B. Embargo für Auslandsanleihen in England).

C. Konzentration aller Wertpapier-Umsätze auf einen Markt

1. Verhinderung außerbörslicher Umsätze

Da mit der Zulassung eines Papiers zum amtlichen Handel nicht die Verpflichtung verknüpft ist, alle Umsätze über den amtlichen Kursmakler zu leiten, benutzen die Banken, wo es ihnen vorteilhaft erscheint, die freien Makler, tauschen telephonisch Aufträge aus und kompensieren Kundenaufträge in sich. Letzteres ist der häufigste Fall.

---

18 Benning, Bernhard: Der Schwarze Freitag, Jena 1929.

19 Neue freie Presse, Wien, 17. 2. 1938.

20 Neue freie Presse, a. a. O.

Im Interesse einer Marktverbreiterung ist daher immer wieder die Forderung aufgetaucht, — sei es durch Gesetz oder durch steuerlichen Druck — sämtliche Umsätze an die amtliche Börse zu zwingen, um die Spaltung des Effektenmarktes in verschiedene Teilmärkte rückgängig zu machen. So beklagt sich z. B. Friedrich Reinhart, Präsident der Berliner Börse[21], darüber, daß die Börsenkurse nur noch mehr oder weniger ein „Aushängeschild" vorstellen, während der Umsatz der großen Aktienpakete außerhalb der Börse erfolgt. Er schätzt, daß von den gesamten Wertpapierumsätzen des Jahres 1934 nur ein Drittel auf die Börse entfällt.

In diesem Sinne sind auch Kompensationen durch die Notverordnung vom 8. 12. 1931 mit einer Zusatzsteuer belegt worden, während sie seit 1923 steuerlich begünstigt gewesen waren. Werden die entsprechenden An- und Verkäufe über den Kursmakler geleitet, so ermäßigt sich außerdem die Börsenumsatzsteuer auf die Hälfte des Satzes für Händlergeschäfte, und der Kursmakler erhebt nur die halbe Courtage. Diese Maßnahme hat tatsächlich Erfolg gehabt, da die Banken sich nun bei Kompensationen kostenmäßig etwas schlechter stehen. Hiervon werden jedoch die Eigengeschäfte der Banken nicht berührt.

Im allgemeinen werden aber heute Zwangsmaßnahmen mit dem Ziel, sämtliche Orders über die Börse zu leiten, abgelehnt. Martini begründet das u. a. damit, daß die größere Wahrscheinlichkeit besteht, an der Börse aufgenommene Emissionen in feste Hände zu bringen, wenn die Banken sie bei ihrer Privatkundschaft unterbringen, als wenn sie sie an der Börse verkaufen. Dieses Argument ist jedoch insofern nicht stichhaltig, als die Banken als Kommissionäre genau so gut den Abnehmer der Papiere selbst aussuchen können, wenn sie die Orders über die Börse leiten.

Prion[22] steht dem Gedanken eines Verbots der Kompensationen skeptisch gegenüber. Es sei nur dafür zu sorgen, daß sämtliche limitierten Aufträge an den Kursmakler gelangen, und das täten die Banken meist schon im eigenen Interesse, weil sie sonst Gefahr laufen, selbst einspringen zu müssen.

2. Einbeziehung in den amtlichen Handel

Der Handel von Wertpapieren an der amtlichen Börse ist — mit Ausnahme der Anleihen öffentlich-rechtlicher Körperschaften — einem Zulassungsverfahren mit Prospektzwang unterworfen. Viele gut fundierte Unternehmungen scheuen aber die Offenlegung ihrer Verhältnisse und verzichten auf die Zulassung.

Da die Wirtschaftsgruppe Privates Bankgewerbe nunmehr auch die Einbeziehung von Wertpapieren in den geregelten Freiverkehr an einige Mindestbedingungen geknüpft hat, entwickelte sich noch eine dritte Gruppe, der sogenannte Telephonverkehr. Nach Martini[23] übertrifft der Telephonverkehr an manchen Tagen umsatzmäßig den gesamten übrigen Wertpapierverkehr. Zur Abhilfe macht Martini mehrere Vorschläge:

---

[21] Bankarchiv 1935/36. S. 156 ff.
[22] Ist die Börse reformbedürftig? 1932.
[23] Ministerialblatt für Wirtschaft, August 1938.

1. Alle Unternehmen sollen zugelassen werden, die es wünschen.
2. Alle öffentlichen Stellen müssen ihre Emissionen in den amtlichen Verkehr bringen.
3. Eventuell ein Antragszwang für geeignete Emissionen.
4. Verdoppelung der Börsenumsatzsteuer für nicht zugelassene Papiere.

Auch Reinhart[24] denkt im Zusammenhang mit der durch die Aktienrechtsreform erfolgten Einführung eines Mindestkapitals für Aktiengesellschaften an einen Zulassungszwang für Aktien.

3. Problematik

Bei Einbeziehung weiterer Papiere in den amtlichen Verkehr muß darauf geachtet werden, daß auch wirklich nur die Emissionen bestfundierter Unternehmen erfaßt werden, da sonst die Quantität auf Kosten der Qualität geht und damit das ganze Zulassungswesen seinen Sinn verlieren würde.

Weiter ist zu berücksichtigen, daß die Kompensationen von den Banken nicht nur der Steuer und Courtage wegen vorgenommen wurden, sondern auch eine erhebliche Vereinfachung und Verbilligung der betrieblichen Einrichtungen zur Folge haben. Auch führt vielfach die Sperrverpflichtung bei Neuemissionen zu illegitimen Effektenumsätzen außerhalb der Börse.

Das Hauptargument, das gegen die Konzentrierung sämtlicher Ordres auf den Kursmakler angeführt wird, ist, daß ja doch nur die Spitzen den Kurs bestimmen. Doch ist es gar nicht sicher, ob die bei den Banken kompensierten Aufträge, wenn sie über den Makler gehen, auch nur in sich kompensiert werden. Sie können vielmehr — besonders im variablen Geschäft — Anlaß zu neuen Gegengeschäften geben und damit zur Umsatzvergrößerung beitragen.

Der Selbsteintritt der Banken, der die Voraussetzung für die Kompensationen und nach Prion zugleich den Hauptgrund für den Abzug von der Börse bildet, schließt gleichzeitig das Delcredere der Bank ein, so daß dem Kunden das Risiko der Kreditwürdigkeit des Partners abgenommen wird. Andererseits begünstigt er das Eindringen von Winkelbankiers in das Kreditwesen.

Laut Prion wird durch die Kompensationen die Eigenspekulation der Banken verhindert.

Die Sonderprobleme, die sich bei dem Totalitätsanspruch der Börse für die Preisbildung ergeben, werden im zweiten Kapitel behandelt.

Die Würdigung dieser Einwände gegen den Totalitätsanspruch der Börse ist zum Teil Ansichtssache. Feststehen dürfte jedoch danach, daß eine hundertprozentige Konzentration aller Umsätze auf die Börse nicht möglich ist.

Der unnotierte Verkehr ist nach Flersheim[25] geradezu eine unentbehrliche Einrichtung.

---

[24] a. a. O.
[25] Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, S. 65.

II. Marktverbreiterung durch Steigerung der Umsätze

A. Erweiterung des beteiligten Personenkreises

1. Die Inanspruchnahme der Börse durch das Publikum

Im Interesse der Marktverbreiterung muß es das Ziel der Börse sein, möglichst weite Volkskreise für die Anlegung ihres Geldkapitals in Effekten zu gewinnen.

Ein technisches Hilfsmittel, auch die kleinsten Kapitalteilchen zu erfassen, ist — wie es besonders in England gehandhabt wird — die möglichst kleine Stückelung der Schuldverschreibungen; bei Aktien ist dies in Deutschland seit der Einführung des neuen Aktiengesetzes nicht mehr möglich. Diese Erleichterung ist jedoch kein spezielles Verdienst der Börse, sondern des Effektenprinzips überhaupt. Der kleine Mann wird in der Regel auch seine Wertpapiere nicht an der Börse, sondern bei einer Bank kaufen.

Das Lockmittel, mit dem die Börse weite Personenkreise zum Erwerb von Effekten veranlaßt, ist vielmehr die Möglichkeit des Kursgewinns, also die Spekulation.

Da nun das spekulierende Publikum im allgemeinen keine Sachkenntnis hat, folgt es den Kursbewegungen, jedoch in so respektablem Abstand, daß es stets zu spät kommt und verliert. Ja, es fällt oft sogar auf Manipulationen und falsche Tips herein. Hinzu kommt, daß der Gelegenheitsspekulant in der Regel verabsäumt, sich rechtzeitig glattzustellen, wie es vorsichtige Berufsspekulanten immer tun. Oft verloren daher Privatleute an Spekulationen ein Vermögen.

Hier entstand also ein *sozialpolitisches* Problem, dem der Staat auf die Weise beizukommen suchte, daß er im § 764 BGB den Differenzeinwand gestattete. Das Börsengesetz von 1896 und später die Novelle von 1908 ergänzte diese Vorschrift dahin, daß Termingeschäfte nur für einen bestimmten Kreis von Personen rechtsgültig sein sollten. Dieser Personenkreis beschränkte sich aber nicht im geringsten auf Fachleute.

Aber auch hierdurch wurde das Problem nicht gelöst; denn die genannte Vorschrift bezog sich nur auf Termingeschäfte, während die Zulassung zur Börse ungeregelt blieb. Besonders in der Inflation hat das katastrophale Folgen gehabt. Die allerorts grassierende Publikumsspekulation ging so weit, daß viele dabei ihr eigenes Gewerbe vernachlässigten. Es bestand zu dieser Zeit zwar eine Zulassung, die jedoch sehr milde gehandhabt wurde. Da vom Reichstag keine Hilfe kam, halfen sich die Wertpapierbörsen selber und führten in ihren Börsenordnungen einen Zulassungszwang ein. Der Aspirant mußte auf den Handel an der Effektenbörse angewiesen sein und Gewährsmänner stellen, die mehrere tausend Mark für ihn hinterlegten. Damit war die Effektenbörse endgültig den Berufsbörsianern reserviert. Die letzte Vervollkommnung wurde dann durch die Liquidationskassen geschaffen, die dem Partner das Kreditrisiko abnahmen und durch Einschüsse dafür sorgten, daß nur zahlungsfähige Personen zugelassen waren.

Auch hiermit ist jedoch die Publikumsspekulation nicht beseitigt, sondern höchstens eingeschränkt worden. Denn um zu spekulieren, ist ja die Anwesenheit an der Börse gar nicht erforderlich, da jeder Effektenkommissionär gern Aufträge zur Erledigung von Börsengeschäften entgegennimmt[26]. Wollte man aber auch das verbieten, so würde man damit zugleich das a n l a g e suchende Publikum von der Börse ausschließen, wodurch die Börse ihren ganzen Sinn als Kapitalvermittlungsstelle verlieren würde. Denn äußerlich lassen sich Spekulations- und Anlagegeschäfte nicht unterscheiden.

Um das sozialpolitische Problem einer Lösung näher zu bringen, müssen wir unterscheiden zwischen Personen, die darauf angewiesen sind, von den Einnahmen aus ihren Ersparnissen ganz oder teilweise zu leben, bzw. später diese selbst einmal benötigen, und solchen, für die Kapitalerträgnisse lediglich Zusatzeinkommen darstellen. Für die erste Gruppe kommt es daher in erster Linie auf die Sicherheit der laufenden Einnahmen und des Kapitals an; sie dürfen daher auf keinen Fall ihr Kapital in Spekulationspapieren anlegen, sondern nur in sicheren Rentenpapieren. Da jedoch diese Anlagen umsatzmäßig kaum ins Gewicht fallen und außerdem bei der oft kleinen Stückelung der Werte relativ hohe Unkosten verursachen, spielen sie für die Börse keine bedeutende Rolle.

Anders ist es mit den Spekulationen vermögender Schichten. Sie können eine gewisse Einnahme- sowohl als Vermögenseinbuße verschmerzen, zumal man von ihnen wenigstens soviel Sachverstand erwarten kann, daß sie nicht ihr gesamtes Vermögen auf eine Karte setzen. Wenn sie daher verlieren, haben sie die Schuld daran sich selbst zuzuschreiben: Die Börse ist eben kein Wohlfahrtsinstitut[27]; der Spekulant hat vorher die Wahl, ob er „lieber gut essen oder lieber ruhig schlafen" will; beides ist in den seltensten Fällen möglich.

Leider hat jedoch die Publikumsspekulation neben der sozialen auch eine *volkswirtschaftliche* Schattenseite: dadurch, daß das Publikum bei steigenden Kursen kauft und bei fallenden verkauft, verschärft es die Kursbewegungen und damit die Friktionen der Wirtschaft. Hier stehen sich also Preisprinzip und Umsatzprinzip entgegen. Außerdem trägt das Publikum, wenn es Engagements eingeht, die es nachher nicht erfüllen kann, eine allgemeine Rechtsunsicherheit in das Wirtschaftsleben; bekanntlich zieht ein Bankerott häufig den andern nach sich.

Es ist demgemäß die Frage zu prüfen: Ist eine Börse ohne Publikumsspekulation denkbar? Diese Frage muß verneint werden[28], wenn auch dem Publikum seine volkswirtschaftliche Aufgabe nicht immer bewußt wird. Daß zwei Berufsspekulanten gegeneinander spekulieren, kommt praktisch selten vor und führt vor allem zu weit geringeren Schwankungsamplitüden und Umsätzen. Der Spekulant spekuliert in der Regel gegen

---

26 Das typische Beispiel hierfür ist die Londoner Börse, wo das Hauptgewicht der Spekulation außerhalb der Börse liegt, während den „brokers" Eigengeschäfte verboten sind.

27 Max Weber: Die Börse. Göttingen 1894.

28 Der gleichen Ansicht ist Lansburgh, a. a. O., S. 90.

den Markt[29]; die Börse braucht das Publikum als „Hinterland"[30], von dem sie nicht isoliert werden kann. Daher steht und fällt die Frage der Teilnahme des Publikums mit der Lebensfrage der Börse überhaupt.

2. Die Berufsspekulanten

a) Die Notwendigkeit der Spekulanten

Zwar sind die Motive des Spekulanten — wie ja schließlich der meisten Gewerbetreibenden — egoistische, doch ist er für die Effektenbörse kaum entbehrlich. Durch Aufnahme der Spitzen bei einem Überangebot und Abgabe von Material bei verstärkter Nachfrage in der Hoffnung auf eine baldige gegenläufige Kursbewegung trägt er in normalen Zeiten dazu bei, Angebot und Nachfrage auszugleichen, den Markt zu verbreitern und die Kursbewegungen zu mildern. Ähnlich hilft er auch die Emissionen erleichtern, indem er Stücke, die vorübergehend keine Käufer finden, weil das Publikum erst ihre Bewährung abwartet, vorläufig aufnimmt.

Er bildet dadurch geradezu ein Kriterium der Effektenbörse; denn letztere unterscheidet sich von den Warenbörsen[31] gerade dadurch, daß sie nicht nur Angebot und Nachfrage bestmöglichst zum Ausgleich zu bringen sucht — was nicht immer gelingt —, sondern daß sie jedem Angebot eine eigene Nachfrage und jeder überzähligen Nachfrage ein eigenes Angebot gegenüberstellt, so viel mehr Aufträge zur Ausführung bringt und damit wesentlich zur Liquidität der Effektenanlage beiträgt.

Ohne die Spekulation würden nach Lansburgh die Umsätze so zusammenschrumpfen, daß die Liquiditätsfunktion der Börse illusorisch würde[32]. Man hat sie daher auch als das „Schwungrad des Effektenkapitalismus" bezeichnet.

Wir haben hier also die seltene Erscheinung, daß eine privatwirtschaftlich z. T. negative Erscheinung volkswirtschaftlich zu begrüßen, nach Lansburgh sogar unentbehrlich ist.

Der NSRB[33] äußert sich daher selbst für die heutige Zeit in diesem Sinne:

> „Eine solche Berufsspekulation ist in gewissem Umfange zur Sicherung der Marktfähigkeit der Wertpapiere wohl auch weiterhin nötig."

b) Nachteile der Spekulation

Es gilt nun zu untersuchen, ob und wie der Spekulant seine ihm von der Theorie zugedachten Funktionen in der Praxis erfüllt.

Der Spekulant ist auch nur ein Mensch: Er neigt seiner Natur nach zu Übertreibungen und bildet damit zugleich wieder das dynamische

---

[29] Oswald von Nell-Breuning: Grundzüge der Börsenmoral, Freiburg 1928, S. 137.
[30] Göppert, Heinrich: Börse und Publikum, 1930, S. 25.
[31] die Prion übrigens nicht einmal als Börsen anerkennt.
[32] In Paris hat man den Versuch gemacht, die Spekulation von der Börse auszuschließen; man kam jedoch ohne sie nicht aus und duldete sie als „coulisse."
[33] Berliner Börsenzeitung, 10. 1. 1938.

Element in der Kursbildung, indem er jede wirtschaftliche und politische Nachricht, die ihm zugeht, sofort zu eskomptieren versucht, obschon er häufig von Politik wenig versteht[34]. In bewegten Zeiten kann seine Tätigkeit daher auch zur Verstärkung der Ausschläge führen, allerdings nur auf kurze Zeit, da sie sofort Gegenspekulationen auslöst. Man hat daher gesagt, die Spekulation mildere zwar die langen, verstärke aber die kurzen Wellen (Tagesschwankungen) der Kursbewegungen (Wellengekräusel). Auf diese Weise hat sich ein typischer Börsenrhythmus herausgebildet.

Denn dem Spekulanten kommt es ja nicht auf den inneren Wert eines Papiers, sondern nur auf die Verkaufsaussichten an. Nach Göppert[35] bezieht sich daher die Divinationsabgabe der Spekulanten nicht auf volkswirtschaftliche Zusammenhänge, sondern darauf, wie das Publikum voraussichtlich auf bestimmte Vorgänge reagieren wird.

Wrede[36] urteilt daher:

> „Die Berufsspekulation ist eben letzten Endes in keinem Falle jene ideale marktbildende und marktausgleichende Einrichtung, die der Theorie des Börsenwesens vorschwebt."[37]

Oberascher[38] bezeichnet es als die gröbste Geschichtslüge, daß die Spekulation eine angemessene Preisbildung erleichtere.

Da der Spekulant von den Kursschwankungen lebt, ist es nicht zu verwundern, daß er ein Interesse daran hat und daher selbst gern durch entsprechende Verkäufe und Käufe solche Schwankungen bewirkt, besonders in der Stagnation. Nell-Breuning[39] führt das auf die Übersetzung des Spekulantentums zurück und glaubt, daß bei einem einzuführenden numerus clausus die Spekulanten auch mit den Gewinnen aus natürlichen Kursschwankungen ohne künstliche Nachhilfe auskommen könnten. Dagegen ist jedoch einzuwenden, daß damit auch die Konkurrenz zwischen den einzelnen Spekulanten verringert ist.

Denn die nachteiligen Wirkungen des Spekulanten werden noch verschärft, wenn er gewissenlos genug ist, willkürlich Gerüchte in die Welt zu setzen oder in Zusammenarbeit mit anderen Spekulanten eine Marktseite zu monopolisieren (Schwänzen). Granichstädtchen—Czerva[40] schätzen 90% der die Börse beeinflussenden Nachrichten im Jahre 1923 als falsch, sei es nun bewußt oder unbewußt. Auch Offermann hält die Mehrzahl der Börsenhaussen und -derouten für künstlich herbeigeführt. Solchen Auswüchsen sind jedoch heute durch scharfe strafrechtliche Bestimmungen Schranken gesetzt.

---

34 Man verfolge die Reaktion der ausländischen Börsen vor und nach den großen Führerreden!

35 a. a. O S. 28.

36 „Die Stellung der Wertpapierbörse im Organismus einer Volkswirtschaft." (Zahlungsverkehr und Bankbetrieb 1936.)

37 Ähnlich Keynes („A Treatise on Money"): „. . . daß der Wert der Aktien und selbst der Bonds einer Gesellschaft in einem Grade auf kurzfristige Schwankungen ihrer ausgewiesenen und erwarteten Gewinne reagiert, den ein rationaler Beobachter von außen für ganz absurd halten würde."

38 Die Börsen im Neuen Deutschland. In „Ständisches Leben" 1935, S. 1 ff.

39 a. a. O. S. 157.

40 Grundbegriffe des modernen Bank- und Börsenwesens. 1923, S. 114.

Besonders gefährlich wird die Spekulation dann, wenn sie weitgehend mit Bankkredit arbeitet. Es kommt dies einer Investition von Geldmarktmitteln gleich[41].

Ähnlich Kalveram[42]:

> „Die durch Bankkredit verursachten Kursbewegungen standen oft nicht in Harmonie mit dem Gütergeschehen der Wirtschaft und müssen daher in vielen Fällen zu Kapitalfehlleitungen und Fehlinvestitionen verleiten."

Besonders in kapitalschwachen Ländern wie Deutschland machte sich diese Abhängigkeit von dem zur Verfügung stehenden Geldvolumen bemerkbar. Voraussetzung für die weitere Existenzberechtigung einer Berufsspekulation ist daher, daß es sich um einen kleinen Kreis seriöser, charakterlich einwandfreier Personen handelt, die auch die nötige Eigenkapitalbasis haben[43].

Am wünschenswertesten wäre es in diesem Sinne, wenn die Spekulation des Kredits überhaupt nicht bedürfte. Da jedoch ihr Geldbedarf sehr schwankend ist, würde das zugleich eine unproduktive Bindung von Zahlungsmitteln bedeuten.

Die mangelnde Kapitalkraft der heutigen Spekulation hat ihren Grund teilweise in deren gesunkenem Einkommen.

Da nämlich die Großbanken über die beste Information verfügen (Börsentelephon, direkte Verbindung mit Industriefirmen, z. B. durch Aufsichtsratssitze, Bilanzeinreichung bei Kreditgewährung usw.), sind die kleinen Spekulanten mehr oder weniger zu Mitläufern der Banken[44] geworden, besonders aber bei der Arbitrage. Nachdem die Banken also bereits den Rahm abgeschöpft haben, bleiben für die Spekulanten nur ein paar Promille als Gewinn, von denen sie in Anbetracht der gleichzeitig gesunkenen Umsätze nur notdürftig ihr Leben fristen können. Wrede sieht daher in ihnen eine volkswirtschaftliche Belastung, da sie nicht mehr finanzkräftig genug sind, um ein größeres Risiko zu übernehmen. Der NSRB schlägt deshalb vor[45], das Spekulationsgeschäft allein den Banken zu reservieren. Dem schließt sich auch Wrede an mit der Begründung, daß es für letztere nicht die alleinige Erwerbsquelle darstelle und damit einen solideren Charakter erhalten werde.

Schon Offermann[46] hat jedoch darauf hingewiesen, daß gerade die Banken an Kursschwankungen das größte Interesse haben, denn ganz gleich, ob Hausse oder Baisse: sie verdienen an den Börsenkrediten. Indem sie abwechselnd höchst liberal Kredite gewähren und sie darauf abrupt kürzen, können sie sogar selbst die Kursschwankungen in Fluß halten und sich dabei durch Exekutionen noch billig in den Besitz von Wertpapieren setzen.

---

41 Reisch: Rückwirkungen der Börsenspekulation auf dem Kreditmarkt, Zeitschrift für National-Ökonomie 1930, S. 205 ff.

42 a. a. O.

43 NSRB, a. a. O.

44 Prion: Börsen ohne Hinterland. (Wirtschaftsdienst 17. 4. 36.)

45 a. a. O.

46 „Das fictive Capital als Ursache des niedrigen Arbeitslohnes", Wien 1896, S. 227.

Vor allem würde eine Eigenspekulation der Banken wieder die vor 1896 bestehende Gefahr heraufbeschwören, daß die Banken ihre Kommissionäreigenschaft mißbrauchen.

Kalveram kommt zu dem Schluß, daß eine wirkliche Belebung des Börsengeschäfts durch Wiedereinführung der Spekulation (Ist sie denn abgeschafft? D. Verf.) nicht zu erwarten sei, da der Staat auch in Zukunft seinen Einfluß auf dem Effektenmarkt ausüben und jede der Gesamtwirtschaft unzuträgliche Börsenentwicklung abbremsen wird.

c) Würdigung

Schon solange es eine Börse gibt, ist der Spekulant (Berufsspekulant) die heißestumstrittene Person an diesem Institut gewesen. Zweifellos sind das Pro und das Contra des Problems stark einseitig gesehen worden. Wenn z. B. Lichtenhein auf dem Bankiertag 1925 behauptet:

> „Der Spekulation ist es u. a. zu danken, daß die Industrie in die Lage versetzt wird, Kapitalien heranzuziehen, und daß Märkte entstehen, die jederzeit die Umsatzfähigkeit der Wertpapiere erhöhen",

so dürfte das leicht übertrieben sein.

Ebenso abwegig ist es, Argumente, die für die Warenbörse gelten, ohne weiteres auf die ganz anders geartete Effektenbörse zu übertragen, z. B. die Definition und Rechtfertigung der Spekulationsgewinne als Preis für das damit übernommene Risiko, das für die Warenbörse eine äußerst wichtige volkswirtschaftliche Bedeutung hat, für die Effektenbörse dagegen kaum. Dies trifft eigentlich nur für neu emittierte Papiere zu, deren Wert sich erst erweisen soll. Außerdem *will* das Publikum ja gar nicht von dem Risiko entlastet sein; denn Wagnisse sind ja gerade der Sinn der Spekulation.

Andererseits wird die Abschaffung der Spekulation meist von der Börse fernstehenden Kreisen gefordert. Sie sehen den Spekulanten vornehmlich unter dem Gesichtswinkel des arbeitslosen Einkommens auf Kosten wirtschaftlich Schwächerer. Die letztere Seite ist bereits im Abschnitt „Publikumsspekulation" erörtert worden. Die Tätigkeit des Spekulanten ist aber ebenso Arbeit wie die eines jeden Geistesarbeiters; sie erfordert im Gegenteil höchste Aktivität und Nervenkraft[47]. Bei der zitierten Ächtung des Spekulanten wird ferner nicht daran gedacht, daß der Spekulant nicht nur Gewinne macht, sondern auch Verluste, und daß endlich die Gewinnspannen, die früher — besonders im Kriege[48] — allerdings ganz erheblich waren, ständig gesunken sind, so daß heute der Spekulant nur noch eine bescheidene Existenz führen kann.

Man darf also weder nur die Vorteile noch nur die Nachteile der Börsenspekulation sehen, wie das vielfach geschieht, sondern muß unter Abwägung beider entscheiden, was überwiegt. Überhaupt ist es schwierig,

---

47 Das erkennt selbst der katholische Theologe Nell—Breuning (a. a. O. S. 133) an, bei dem man doch gewiß keine börsenfreundliche Voreingenommenheit vermuten kann.

48 v. Kautzsch: Banken und Börsen als zersetzende Kräfte in der Sozialwirtschaft, Berlin 1917, S. 5.

die Spekulation isoliert zu betrachten, weil die Kursbildung usw. daneben noch von anderen Momenten beeinflußt wird. Gerade das Ineinanderspielen von Börsianern und Publikum ist ja das Typische für unsere Börsen.

Als einen der objektivsten Beurteiler der Spekulation kann man wohl Prion[49] bezeichnen, der ein Leben lang an der Erforschung des Wesens der Börse gearbeitet hat. Er spricht der Spekulation keine unmittelbar volkswirtschaftliche, aber eine hohe markttechnische Bedeutung zu.

Im wesentlichen läuft doch das Problem der Spekulation auf folgende Frage hinaus: Die wichtige Funktion der Spekulation besteht in der Marktverbreiterung mit allen ihren Sekundärwirkungen. Als Hauptnachteil steht dem gegenüber, daß sie die Kursbildung verfälschen kann — nicht muß. Isolieren lassen sich diese beiden Wirkungen nicht: Will man die eine, so muß man die andere mit in den Kauf nehmen. Eine Einschränkung der Kursschwankungen hat stets auch eine Marktschrumpfung zur Folge. Es gilt also, sich hier für oder wider zu entscheiden. Freilich braucht diese Entscheidung nicht für alle Ewigkeit gleich auszufallen, sondern sie wird davon abhängig zu machen sein, ob in den betr. Zeitläuften die Wahrscheinlichkeit besteht, daß diese mögliche Kursverfälschung eintritt.

Gänzlich durfte man wohl der Spekulation nie die Zügel schießen lassen; denn vor Erlaß des Börsengesetzes 1896 haben sich allerdings grobe Mißstände gezeigt. Kurssteigerungen bis zu 600% waren nach Offermann keine Seltenheit. In der Zeit von 1896 bis zum Weltkriege kann dann die Tätigkeit der Spekulation als allgemein befriedigend betrachtet werden. Für die dann folgende bewegte Zeit reichten jedoch diese Schranken nicht aus: Die Spekulation übersprang sie leicht; die Umsätze nahmen kräftig zu, und die Kurse waren oft nur ein Spielball des Tages. Das war bis 1931. Dann kam die große Stagnation der Börse, die zu Anfang in der tiefen Wirtschaftsdepression ihre Ursache hatte, danach aber im Grunde bestehen blieb, weil der NS Staat die Spekulation nicht gern sah und auch praktisch verschiedentlich erschwerte.

Allen wohlgemeinten Vorschlägen zur Abschaffung der Spekulation muß man jedoch eines entgegenhalten: Woran will man den Spekulanten bzw. das Spekulationsgeschäft erkennen?

Hauptberufliche Nur-Spekulanten gibt es kaum. Früher waren es vornehmlich die Banken, die selbständig spekulierten; nachdem sie jedoch einerseits die Privatbankiers aus dem Effektenkommissionsgeschäft verdrängt haben, andererseits die Spekulationsmöglichkeiten durch die Bankenaufsicht stark beschnitten sind, ist diese Tätigkeit nunmehr auf die freien Aufgabemakler übergegangen.

Auch das Spekulations g e s c h ä f t unterscheidet sich in seiner juristischen Form nicht von anderen Kaufgeschäften; denn der Verkauf eines erst vor kurzer Frist erworbenen Papiers wird stets den Anschein der Spekulation erwecken, während in Wirklichkeit häufig Dispositions-

[49] „Börsen — wozu?" S. 28.

änderungen (z. B. plötzlicher Geldbedarf) dazu führen, ein ursprünglich zu Anlagezwecken erstandenes Papier wieder zu veräußern.

Das reine Differenzgeschäft in Form einer Wette kommt wohl in amerikanischen Kneipen vor[50], begünstigt durch das Tickersystem, nicht aber an deutschen Börsen. Nur die Form der Abwicklung — Verrechnung über die Liquidationskasse und Bezahlung lediglich der Spitzen — führte zu diesem Trugschluß. Nicht auf die äußere Form eines Geschäfts kommt es jedoch an, sondern auf den wirtschaftlichen Zweck.

Außerdem sind bei dem Termingeschäft beide Partner eines Spekulanten — sowohl Lieferer wie Käufer des Papiers — verschiedene Personen, so daß schon deshalb nicht von einem Spiel gesprochen werden kann. Jedem Spekulanten steht es dabei frei, den Abschluß eines Gegengeschäftes zu unterlassen und effektiv abzunehmen bzw. zu liefern.

Sehr starken Differenzcharakter tragen dagegen die Prämien- und Stellagegeschäfte, obgleich sie auf den ersten Blick eine Einschränkung der Spekulation vortäuschen; doch gerade hier kann auf effektive Lieferung verzichtet werden. Deshalb sind sie auch in Deutschland verboten.

Eine obrigkeitliche Erschwerung oder Benachteiligung kurzfristiger An- und Verkäufe — z. B. durch Besteuerung (§ 23 EStG) — trifft daher nicht nur die Spekulation, sondern beeinträchtigt vor allem weitgehend die Liquidität der Effektenanlagen; denn infolge der ständigen Verringerung der Börsenumsätze und der Gewinnspannen in den letzten Jahren sind die Gewinne aus Börsengeschäften so klein geworden, daß sie von den dabei entstehenden Steuern und Spesen nahezu aufgezehrt werden, so daß ein Anreiz zum Abschluß von Geschäften ohnehin kaum noch besteht.

In richtiger Erkenntnis dieser Tatsache hat man daher im Sommer 1939 die Spekulationssteuer — vorerst für 2 Jahre — aufgehoben, nachdem man schon 1936 die deutschen festverzinslichen Werte von der Besteuerung ausgenommen hatte.

B. Ermöglichung zusätzlicher Geschäfte durch Kredithilfe

1. Stundung der Erfüllung. (Terminhandel.)

a) Warum Terminhandel?

Seine Hauptbedeutung hat der Terminhandel zweifellos im Warengeschäft (hedging, Swapgeschäft).

Auch im Effektenverkehr werden Termingeschäfte bisweilen zum Zwecke der Kurssicherung geschlossen; z. B. wenn jemand zum ultimo Geld erwartet und will es schon Anfang des Monats zu einem ihm günstig erscheinenden Kurse anlegen; oder wenn jemand zum ultimo Geld braucht und will zu diesem Zweck Wertpapiere verkaufen, möchte sich aber schon Anfang des Monats einen entsprechenden Kurs sichern. Besonders letzteres hat seinen logischen Grund; denn gerade zum ultimo hat die Wirtschaft einen erhöhten Geldbedarf (Löhne, Mieten usw.), und es

[50] Max Weber, a. a. O.

ist daher gerade zu diesem Termin mit erhöhten Verkäufen und damit einem Absinken der Kurse zu rechnen.

Wiedenfeld[51] weist auf die Preissicherungsfunktion des Termingeschäfts bei Emissionen hin. Die Emissionshäuser können durch Terminabschlüsse einen stetigen Kurs bewirken. — Doch diese Fälle sind in der Minderzahl.

Obgleich also Termingeschäfte in der Regel Spekulationsgeschäfte sind, ist es falsch, — wie es vielfach geschieht — das Termingeschäft schlechthin mit Spekulation zu identifizieren.

Vielmehr haben wir gerade in Zeiten, in denen das Termingeschäft verboten war, die wildesten Spekulationen erlebt (Inflation). Auf dem Kassamarkt kann man genau so gut spekulieren (Amerika). Max Weber[52] warnt daher: „Man muß sich hüten, zu glauben, mit Beseitigung des Termingeschäftes beseitige man die Spekulation." Beim Kassageschäft sind jedoch — abgesehen von dem sogenannten Kassatermingeschäft — Leergeschäfte nicht möglich. Daher müssen die gehandelten Wertpapiere und beim anderen Partner der Gegenwert in Geld auch stets vorhanden sein. Der Kassa-Spekulant braucht also hohes Eigenkapital oder Kredit; deshalb gibt es in Amerika auch beim Kassahandel Deport- und Reportgeschäfte. Da jedoch das den Spekulanten zur Verfügung gestellte Geld — money at call — zugleich die Liquiditätsreserve der Banken darstellt, wird es oft plötzlich zurückgerufen; der Spekulant muß seine Papiere im ungeeigneten Moment verkaufen. Geschieht das in größerem Ausmaße, so ist ein Kurssturz die Folge.

Wo Deportgeschäfte beim Kassahandel nicht üblich sind, ist aber eine Baisse-Spekulation für jemand, der keine Papiere hat, unmöglich. Die Folge ist also, daß bei Verbot des Terminhandels in vielen Fällen nur à la hausse spekuliert werden kann. Da hierbei den Haussiers das nötige Gegengewicht fehlt, wird der Kurs leicht künstlich in die Höhe getrieben.

Wenn aber die Spekulation doch unausrottbar — ja, in gewissem Grade sogar notwendig — ist, so ist es, wie selbst Nell—Breuning[53] feststellt, doch nur vernünftig, ihr die technisch vollkommenste Form, nämlich den Terminhandel, zu geben.

Beim Terminhandel hat der Spekulant die Möglichkeit, bis zum Erfüllungszeitpunkt das entsprechende Gegengeschäft zu machen; so braucht er weder ein nennenswertes Betriebskapital, noch hat er es nötig, Kredit in Anspruch zu nehmen; denn was er am ultimo bezahlen muß, ist, wenn er sich inzwischen glattgestellt hat, im schlimmsten Falle die Differenz zwischen dem Einkaufs- und Verkaufskurs. Dadurch aber werden — und das ist die Hauptbedeutung des Termingeschäfts — weit größere Umsätze ermöglicht. Das Termingeschäft bewirkt also eine erhebliche Marktverbreiterung.

Daneben hat das Termingeschäft noch den Vorteil, daß es die Abwicklung erheblich erleichtert. Dadurch, daß sämtliche Geschäfte eines

---

[51] „Die Börse in ihren wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Börsengesetz", Berlin 1898, S. 42.

[52] Ges. Aufs. z. Soziologie u. Soz. Pol., Tübingen 1924, S. 321.

[53] a. a. O. S. 177.

Monats an einem Tage erfüllt werden und die Erfüllung in der Regel über die Liquidationskasse erfolgt, brauchen weder Effekten[54] noch Bargeld bewegt zu werden; es werden lediglich die Salden beglichen. Der Terminverkehr wirkt also in hohem Maße b a r g e l d s p a r e n d.

b) Die gesetzliche Regelung des Terminhandels und ihre Auswirkung

Vor Erlaß des Börsengesetzes galt grundsätzlich Börsenfreiheit, d. h. jedermann hatte Anspruch darauf, jede Art von Börsengeschäften abzuschließen. Besonders in der Gründerzeit feierte daher die Spekulation wahre Orgien. Viele Privatleute verloren ihr Geld, z. T. infolge von Unredlichkeiten der Banken (Animierbanken!). Infolgedessen griff der Staat ein, und seitdem ist die Wirksamkeit des Termingeschäftes stets von der jeweiligen gesetzlichen Regelung abhängig.

Das Börsengesetz von 1896 knüpfte die Rechtsgültigkeit von Termingeschäften an die Bedingung, daß beide Parteien in ein zu schaffendes Terminregister eingetragen waren oder Sicherheit hinterlegt hatten. Für Industrie- und Bergwerksaktien wurde das Termingeschäft ganz verboten[55]. Damals waren diese Papiere allerdings noch sehr risikoreich. Das 1900 in Kraft getretene BGB schuf in Ergänzung dessen den Differenzeinwand.

Von der Eintragung ins Börsenregister wurde jedoch kaum Gebrauch gemacht, da die ehrbare Kaufmannschaft ein Gesetz verdammen mußte, das die Nichterfüllung von Verträgen ausdrücklich sanktionierte, dagegen das absolut seriöse Termingeschäft diffamierte; das Terminregister wurde gewissermaßen als ein „Pranger" aufgefaßt. Die Termingeschäfte wurden weiter nur auf Treu und Glauben abgeschlossen. Die Folge war, daß unlautere Elemente in die Börse eindrangen, im gegebenen Moment von dem Termineinwand Gebrauch machten und allgemeine Rechtsunsicherheit schufen, die sich besonders im Verkehr mit dem Ausland unliebsam bemerkbar machte.

Fortgesetze Vorstellungen der Börsianer, ja sogar der Reichsbank[56] führten endlich dazu, daß die Novelle von 1908 das Terminregister aufhob und für terminfähig sämtliche ins Handelsregister eingetragenen Kaufleute mit Ausnahme der Kleingewerbetreibenden erklärte. Auch die Industrie- und Berwerksaktien wurden wieder zugelassen. Der Vorteil lag vor allem darin, daß es nicht der Beurteilung des einzelnen überlassen blieb, ob er sich für terminfähig hielt, sondern der Personenkreis von Gesetzes wegen von vornherein festgelegt wurde. Die Ausnahme der Kleingewerbetreibenden wurde von den Zeitgenossen scharf kritisiert, weil man sich beim Abschluß eines Termingeschäfts nicht erst überzeugen kann, ob der Partner Kleingewerbetreibender ist.

Mit Kriegsausbruch wurde die Börse geschlossen und damit auch der Börsenterminhandel gegenstandslos.

---

54 Der Einwand, daß es doch ungesund sei, wenn der Umsatz ein Vielfaches der überhaupt vorhandenen Effekten beträgt, bedarf hier wohl — weil zu primitiv — keiner Widerlegung.

55 Tägliche Rundschau 23. 11. 1907.

56 Prion: Ist die Börse reformbedürftig? S. 8.

Auch mit Wiedereröffnung der Börse 1917 blieb es bei dem Verbot des Termingeschäfts, da man der Ansicht war, daß der Terminhandel die Kursbewegungen ungünstig beeinflusse. Das hinderte aber nicht, daß während der Inflation im Wege des Kassageschäfts Spekulationen nie gekannten Ausmaßes vor sich gingen.

Im Herbst 1925 gab dann endlich der Reichstag auf Drängen der Bankwelt den Terminhandel wieder frei. Bereits nach einem Jahr hatte er den Kassaverkehr um das Dreifache überflügelt. Da der Personenkreis gesetzlich nicht beschränkt war, knüpften die einzelnen Börsen von sich aus die Terminfähigkeit an die Bedingung der Zugehörigkeit zu einer Liquidationskasse, bei der entsprechende Einschüsse geleistet werden mußten und die dem Partner gegenüber die Bürgschaft übernahm.

Ihre Feuerprobe hat die Liquidationskasse anläßlich des „Schwarzen Freitags" bestanden, an dem trotz der empfindlichen Kursrückgänge sämtliche Differenzen beglichen wurden.

Bei der Liquidationskasse ergibt sich jedoch ein Problem insofern, als die Leiter derselben, um eine wirksame Kontrolle der abgeschlossenen Geschäfte zu gewährleisten, in sämtliche Kontrakte Einblick erhalten müssen. Da nun die Leiter selbst Börsianer sind, besteht für sie der Konflikt, die hierbei gewonnenen Erkenntnisse zu eigenen Spekulationen zu benutzen. Es wird jedoch angestrebt, mit Hilfe maschineller Buchungsmethoden die Kontrolltätigkeit so aufzuteilen, daß keiner einen Gesamtüberblick erhält.

Mit den Bankfeiertagen ab 13. 7. 1931 hörte dann der Terminhandel wieder auf und wurde auch bei Wiedereröffnung der Börsen nicht gestattet. Dabei ist es bis heute geblieben; obgleich das Börsengesetz in der Fassung von 1934 noch ein Termingeschäft vorsieht, bleiben die entsprechenden Bestimmungen vorläufig außer Kraft.

c) Die Problematik des Termingeschäfts

Der Streit um die Berechtigung des Termingeschäfts datiert schon vom Ende des 19. Jahrhunderts und ist seitdem nie zum Schweigen gekommen. Dabei sind die Parteien im Wesentlichen die gleichen geblieben: pro die Fachwelt und contra das Publikum. Je nach Lage obsiegte einmal die eine, später die andere. Dabei war die Motivierung der Partei contra im Anfang mehr gefühlsmäßig, während die Partei pro im Wesentlichen die Argumente anführte, die ich im Auschnitt a) brachte.

Der Allgemeine Deutsche Bankiertag 1925 erklärte die Wiedereinführung des Termingeschäfts als eine technische und wirtschaftliche Notwendigkeit.

Max Weber[57] lehnt ein Verbot des Termingeschäfts schon mit Rücksicht auf internationale Beziehungen ab. Denn einmal muß auf die Usancen ausländischer Börsen Rücksicht genommen werden; zum andern nimmt der Transport der Papiere bei internationaler Arbitrage immer gewisse Zeit in Anspruch. Außerdem sei der Erfolg eines solchen Verbots nicht das Unterbleiben der Termingeschäfte, sondern nur ihre Ver-

[57] Die Börse, Göttingen 1894.

legung an ausländische Börsen. Er hält eine Entfernung kapitalschwacher Elemente von der Börse für ausreichend, um Schäden zu vermeiden.

Denn eins steht fest: Das Termingeschäft begünstigt durch seine einfache Handhabung die Teilnahme Unberufener an Spekulationen.

Prion[58] weist darauf hin, daß der Terminhandel seine günstigsten Seiten besonders in Zeiten des geordneten Börsenverkehrs zeigt, daß er dagegen bei außergewöhnlichen Vorgängen leicht die Lage verschärfen kann. Man sagt ihm sogar kurstreibende Wirkung nach. Prion hat jedoch in zwanzigjähriger Beobachtung[59] festgestellt, daß zwar der uneingeschränkte Terminhandel (bis 1896) größere Kurssprünge zur Folge hat, daß dagegen bei eingeschränktem Terminhandel die Kursschwankungen im Kassageschäft größer sind.

Der NSRB[60] führt die Schädigungen durch den Terminhandel nicht auf diesen, sondern auf die übermäßige Inanspruchnahme von Effektenkredit zurück.

Daher hält Kalveram[61] es vor allem für gefährlich, wenn die durch Kredite finanzierten (er meint also wohl die prolongierten?) Termingeschäfte zu große Ausmaße annehmen. Er rät von einer Auflockerung des Kassageschäfts für die Gegenwart ab.

Die Finanzierung durch Bankkredite — also eigentlich die Prolongation[62] — ist kein wesensnotwendiges Korrelat des Termingeschäfts. Wäre sie nicht möglich, so würden trotzdem Termingeschäfte abgeschlossen werden; es würde nur kurzfristiger spekuliert, d. h. es würden nur solche Geschäfte getätigt werden, bei denen innerhalb eines Monats mit einem Kursumschwung zu rechnen ist. Ohne Prolongation würde also wohl vorsichtiger spekuliert; tritt jedoch der erwartete Umschwung nicht ein, so sind die am Ultimo einsetzenden Deckungskäufe bzw. -Verkäufe nur zur Verstärkung der Kursausschläge angetan[63]. Daher kann ein gewisses Maß an Bankkredit für die Preisbildung von Vorteil sein. Lansburgh[64] meint daher, daß er nicht ganz entbehrt werden kann, und das ist auch die herrschende Meinung. Obgleich also theoretisch diese Konsequenz nicht zwingend ist, wäre bei einer Wiedereinführung des Termingeschäfts tatsächlich eine weitgehende Inanspruchnahme von Prolongationen zu befürchten.

Wrede lehnt daher das Termingeschäft für die heutige Zeit ab, zumal den damit verbundenen Gefahren keine greifbaren volkswirtschaftlichen Vorteile gegenüberstünden.

Allerdings ist zu bedenken, daß auch beim Kassageschäft Bankkredite gebraucht werden — vgl. den Posten „Reports und Lombards" in den deutschen Bankbilanzen.

---

58 „Ist die Börse reformbedürftig?" S. 40.
59 „Börsen — wozu?" S. 32.
60 a. a. O.
61 a. a. O.
62 Denn das Termingeschäft als solches braucht keinen Pfennig Bankkredit.
63 Aus diesem Grunde hat sich auch die 1925 eingeführte Medioliquidation nicht sonderlich bewährt.
64 a. a. O. S. 87.

Derjenige, der sich unentwegt für die Wiedereinführung des Termingeschäfts einsetzt, ist Staatsrat Reinhart. Er hat aber bislang bei den maßgebenden Stellen kein Gehör gefunden.

Die Deutsche Bergwerkszeitung (9. 7. 36) ist der Ansicht, daß die Wiedereinführung des Termingeschäfts in absehbarer Zeit nicht zur Erörterung steht.

Im übrigen muß festgestellt werden, daß in der Literatur zum größten Teil das Problem des Terminhandels mit dem der Spekulation verquickt wird[65], so daß eine isolierte Betrachtung kaum möglich ist.

2. Bereitstellung von Bankkredit

Wie wir bereits im vorigen Abschnitt sahen, können die Umsätze an der Börse erheblich gesteigert werden, wenn die Spekulanten ihre Transaktionen nicht mit eigenem Kapital zu finanzieren brauchen, sondern hierzu fremde Mittel in Anspruch nehmen können.

Es bestehen zwei Formen der Fremdfinanzierung: einmal der Terminhandel, den wir als „Lieferantenkredit" bezeichnen können, und zum andern die Aufnahme von Bankkredit. Da der „Lieferantenkredit" erheblich bequemer und billiger ist — der Diskont ist bereits im Kurs enthalten, und die Einschaltung eines Dritten entfällt —, so wird in allen Ländern, wo der Terminhandel erlaubt ist, dieser bevorzugt werden.

Nun kommt es aber häufig vor, daß beim Herannahen des ultimo der von dem Spekulanten erhoffte Kursumschwung noch nicht eingetreten ist, so daß der mittellose Spekulant gezwungen ist, um sein Engagement erfüllen zu können, entweder unter Verlust ein Gegengeschäft zu machen oder sich das Geld (bzw. die Papiere) von einer Bank zu leihen. Diesen Vorgang nennt man mißverständlicherweise Prolongation. Es handelt sich also bei der Prolongation nicht, wie das Wort zu sagen scheint, um eine Verlängerung der Terminverpflichtung, d. h. um eine Stundung um einen weiteren Monat, sondern das Termingeschäft wird erfüllt, während der Spekulant ein vollkommen neues Kreditgeschäft mit der Bank eingeht.

In Ländern ohne Terminhandel ist die Spekulation gänzlich auf Bankkredit angewiesen. In Amerika z. B. ist die hierfür übliche Form das „money at call", die täglich fälligen Maklergelder.

Grundsätzlich kann natürlich Bankkredit in jeder Form zu Börsenspekulationen benutzt werden (z. B. durch Überziehen des Girokontos); die in Deutschland hierfür üblichen Formen sind jedoch das Report-, das Deport- und das Lombardgeschäft. Die Banken tätigen diese Geschäfte sehr gerne, weil sie die drei Vorzüge eines Bankgeschäfts in sich vereinigen, die man selten zusammen trifft: Sie sind sicher (Verpfändung und Einschuß), liquide (durch den Übergang des reportierten Papiers in das Eigentum der Bank, Lombardierbarkeit, strenges Exekutionsrecht) und rentabel. Denn die Bank erhebt von dem Haussier das Reportgeld, während sie häufig von dem Baissier, an den sie dasselbe Papier weiter-

[65] So nennt Prion (Börsen — wozu? S. 34) den Terminhandel das Werkzeug der Spekulation.

leiht, auch noch eine Gebühr nimmt. (Dieses richtet sich je nach der Lage des Geldmarkts; wenn der Baissier Glück hat, bekommt er auch noch etwas Deportgeld heraus.)

Hierbei besteht jedoch eine Gefahr: daß bei langanhaltender einseitiger Börsentendenz der vom Spekulanten erhoffte Kursumschwung nicht eintritt und er deshalb mehrmals prolongieren muß, so daß die Reportzinsen den Gewinn aufzehren und der Spekulant, um weitere Verluste zu vermeiden, im ungeeigneten Moment kaufen bzw. verkaufen muß, wodurch die einseitige Börsentendenz noch verstärkt wird[66].

Das Bedürfnis der Spekulanten nach Bankkredit ist naturgemäß unendlich[67]. Die Bank dagegen kann aus Liquiditätsgründen über ein bestimmtes Limit nicht hinausgehen. Es bestehen nun zwei Wege zum Ineinklangbringen von Bedarf und Deckung: Erhöhung der Reportzinsen oder Kreditrestriktion.

Der bessere Weg ist normalerweise immer der erstere, weil die Erhöhung des Reports allmählich vorgenommen werden kann. Der Spekulant kann dabei vor Eingehung neuer Engagements kalkulieren, ob die Kosten des Bankkredits durch den voraussichtlich von ihm zu erzielenden Kursgewinn überdeckt werden. So wird eine Erhöhung des Reportsatzes allmählich zu einer Einschränkung der mit Bankkredit vorgenommenen Spekulationen führen[68]. Der Reportsatz muß jedoch in Einklang stehen mit den übrigen Zinssätzen des Geldmarkts. Weigert sich daher die Reichsbank, den Diskont zu erhöhen, wie es 1927 der Fall war, so würden sich die Spekulanten auf andere Weise Geld verschaffen, wenn man allein die Reportsätze heraufsetzte, während andererseits der Reportmarkt neue Kreditgeber, besonders aus dem Ausland, anlockt.

Eine Kreditrestriktion dagegen hat fast zwangsläufig Kursstürze im Gefolge, weil sie abrupt wirkt, wenn sie auch eine Zeitlang vorher angekündigt wird. Denn die Börse eskomptiert auch Zukunftsereignisse immer sofort. Die Spekulanten sind gezwungen, ihre Papiere zum nächsten Termin zu verkaufen, um die Kredite zurückzahlen zu können, und das plötzlich auftretende starke Angebot muß zu Kursrückschlägen führen.

Die schlimmste auf diese Weise herbeigeführte Börsenkrise war der „Schwarze Freitag" des Jahres 1927. Man hat es dem Reichsbankpräsidenten Schacht lange nicht verziehen, daß er die Banken zu diesem Schritt veranlaßt hat[69]. Schachts Idee war dabei, daß die Börsenkredite der produktiven Wirtschaft Mittel entzögen. Er übersah aber, daß die der Spekulation gewährten Kredite ja nicht bei dieser verbleiben, sondern in die Wirtschaft fließen und daher der Wirtschaft auch empfindlich fehlen, wenn sie plötzlich ausbleiben.

Der „Schwarze Freitag" ist einer Impfung vergleichbar, die versehentlich mit virulenten Bakterien erfolgt und so die Krankheit in voller Schärfe zum Ausbruch bringt, statt sie zu verhindern. Schacht hatte diesen Ausgang selbst nicht erwartet.

---

66 Kalveram a. a. O.

67 Gunzert (Effektenmarkt und Konjunkturverlauf, Jena 1929, S. 64) bestreitet dies.

68 Prion: Das Deutsche Wechseldiskontgeschäft, Leipzig 1907, S. 92 f.

69 Prion, (Berliner Börsen-Courier Nr. 259 v. 5. 6. 27).

Denn leider handelt es sich bei den Folgen einer solchen Kreditrestriktion nicht nur um die privatwirtschaftlich schmerzlichen Verluste der Spekulanten. Die Kurse werden in dem Augenblick vollkommen verfälscht und geben in keiner Weise die wahre Lage der gewerblichen Wirtschaft und des Kapitalmarkts wieder. Kursstürze von solchem Ausmaß machen bekanntlich auch das Anlagepublikum nervös, und es kommt zu völlig unbegründeten Verkäufen, die noch weiter auf die Kurse drücken. In gleicher Richtung wirkte ein Kreditstop des Auslandes. Ganz abgesehen davon, daß auch das Prestige der großen Gesellschaften unter solchen Kursen leidet, ist aber eine Neuemission zu einem solchen Zeitpunkt völlig unmöglich. Besonders die festverzinslichen Werte litten hierunter — so sind die Inlandsemissionen von Schuldverschreibungen privater Unternehmungen von 175 Mill. RM im ersten Halbjahr 1927 auf 6 Mill. RM im zweiten Halbjahr 1927 heruntergegangen[70]. Häufig greifen solche Börsenkrisen auch auf das Ausland über, nämlich dann, wenn von den deutschen Spekulanten zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen große Mengen ausländischer Effekten abgestoßen werden.

Es ist eigentlich nur ein Fall denkbar, bei dem die Kreditrestriktion wirklich berechtigt ist: wenn die Überspekulation[71] solche Ausmaße angenommen hat, daß sie sich über sämtliche Zinserhöhungen hinwegsetzt. Ob aber dieser Fall 1927 gegeben war, darüber gehen die Meinungen auseinander.

Die Reports und Lombards bei sämtlichen deutschen Banken betrugen jedenfalls am 30. April 1927, also kurz vor dem „Schwarzen Freitag" nur rund 1,4 Milliarden RM gegenüber 3 Milliarden Mark am 31. Dezember 1910[72].

Dernburg kommt auf etwas zweifelhafte Weise sogar zu dem Schluß, daß nur 10% aller Käufe durch Kredit finanziert werden. Er setzt nämlich Börsenkredite und Zulassungskurswert (sic!) in Beziehung.

Durch Erhöhung der Einschußquote bei steigenden Kursen hat außerdem die Liquidationskasse ein Mittel in der Hand, Kurssteigerungen entgegenzuwirken.

Nur wenige haben für Schacht Partei genommen wie z. B. Göppert[73], der meint, daß dem Treiben der Überspekulation nicht anders ein Ende zu machen war.

Aber selbst wenn man eine Überspekulation anerkennt, so trägt diese bereits die Tendenz zur Selbstkorrektur in sich, ohne zu einem derartigen Kurszusammenbruch zu führen[74].

Den Vorteil hat häufig das Ausland, das nur auf die Rendite sieht und bei solcher Gelegenheit erhebliche Aktienpakete erstklassiger deutscher Firmen zu billigen Kursen an sich bringt.

---

70 Wagemann: Zinshöhe und Kapitalverteilung in Deutschland seit 1924. In „Kapital und Kapitalismus", 1931, 1. Band, S. 372.

71 Wagemann (Wirtschaftspolitische Strategie, Hamburg 1933, S. 321) hält diesen Fall bei primitiveren Wirtschaftsverhältnissen für gegeben.

72 Benning, a. a. O. S. 116.

73 a. a. O. S. 2.

74 Weber, Adolf: Hat Schacht recht? München 1928, S. 11.

Umgekehrt war es 1925/26 der Spekulation mit Hilfe von Bankkredit gelungen, durch Hebung des Kursniveaus die Verschleuderung deutschen Aktienbesitzes an das Ausland zu verhindern.

Wer an solchen Kreditrestriktionen immer verdient, sind lediglich die Banken; denn sie können sich zu den gesunkenen Kursen — häufig im Wege der Exekution — billig in den Besitz der Papiere setzen. Man hat ihnen daher vorgeworfen, daß sie häufig mit Absicht solche Kreditrestriktionen (allerdings geringeren Ausmaßes) inszenieren[75] und so dauernd in gewissem Maße die Börsenkurse in der Hand haben. Die vielgeschmähten Spekulanten sind daher häufig nicht die Schuldigen, sondern die Opfer der Kursschwankungen. Allerdings dürfte dies heute bei der starken Beaufsichtigung der Banken nicht mehr zutreffen.

Es entsteht also die ernste Frage, ob nicht in Anbetracht aller dieser Nachteile auf Bankkredit bei Börsentransaktionen gänzlich v e r z i c h t e t werden sollte. Vor dem Weltkrieg wäre dies leichter möglich gewesen, weil damals die Spekulanten gut verdienten und eine breitere Eigenkapitalbasis hatten. Wenn auch heute noch Kalveram usw. die Entfernung der mittellosen Spekulanten von der Börse fordern, so bedeutet das im Großen und Ganzen eine Abschaffung der Berufsspekulanten überhaupt, weil diese[76] im Durchschnitt stark verarmt sind. Das hätte aber eine weitere Umsatzschrumpfung der ohnehin heute sehr stillen Börse zur Folge und indirekt eine weitere Verringerung der Liquidität der Effektenanlage.

Besonders die Unterbringung von Neuemissionen wird sich ohne Börsenkredite als besonders schwierig erweisen. Benning[77] bezeichnet die Börsenkredite hierfür sogar als „conditio sine qua non", eine Behauptung, die heute nicht mehr in der Stärke zutreffen dürfte.

Nicht zu vergessen ist endlich die Bedeutung der Report- und Deportgeschäfte für die Arbitrage; bei größeren Entfernungen ist ohne sie gar nicht auszukommen, weil die Übersendung der Wertpapiere bzw. Zahlungsmittel Zeit erfordert und die Erfüllung sonst nicht rechtzeitig erfolgen kann.

Dagegen sind sich wohl alle darüber einig, daß eine Spekulation des P u b l i k u m s auf Kredit, wie sie vielfach stattgefunden hat, entschieden abzulehnen ist.

Vor allem sollten die Banken sich entschließen, den Spekulanten als Börsenkredite nicht — „wie einen Brocken dem Hunde"[78] — die Mittel hinzuwerfen, die sie gerade zu anderen Zwecken nicht gebrauchen können, um sie bei ihnen passender Gelegenheit zurückzuziehen, sondern es sollte ein gewisses Börsenkreditvolumen geschaffen werden, mit dem der Börsianer fest rechnen darf. Es werden dann Derouten infolge von plötzlichen Kreditrestriktionen einerseits und Überspekulationen andererseits vermieden, da der Spekulant dann genau weiß, daß die Bank ihm nur bis zu einer gewissen Grenze hilft. Nell—Breuning[79] fordert daher, daß Reportgelder nicht mehr als liquide Anlagen angesehen werden dürfen.

75 Offermann, a. a. O.
76 siehe Abschnitt A 2 b.
77 Benning a. a. O. S. 142.
78 Lansburgh, a. a. O. S. 124.
79 a. a. O. S. 91.

2. Kapitel:

Die Funktionen der Effektenbörse als Glied des Kapitalmarkts

I. Die Regulierung des Kapitalstroms durch die Effektenbörse

Da die Börse ein Glied des Kapitalmarkts ist, deckt sich auch ihre Hauptfunktion mit dem Ziel des Kapitalmarkts: der Förderung der langfristigen Finanzierung, d. h. der Beschaffung von Kapitaldisposition, die in der Regel zur Bildung von Realkapital in volkswirtschaftlich möglichst produktiver Weise Verwendung finden soll.

Die Börse hat im Interesse der Finanzierung drei volkswirtschaftlich wichtige Aufgaben zu erfüllen:

1. Anbieter und Nachfrager von Kapitaldispositionen zusammenzubringen,
2. die Kapitaldisposition so zu lenken, daß sie die produktivste Anlage findet,
3. für vermehrte Kapitalbildung Sorge zu tragen.

Im folgenden wollen wir nunmehr untersuchen, wie die Börse diese ihre Ideal- und Kardinalfunktionen erfüllt.

A. Die Börse als Stätte der Kapitalvermittlung

1. Grundlegung

In der modernen Wirtschaft, die immer mehr Großwirtschaftskörper schafft, reichen selten die Mittel e i n e s Unternehmers zur Finanzierung aus. Um den gewaltigen Kapitalbedarf der Wirtschaft, der in der Emission von Wertpapieren zutage tritt, durch Heranführung an das vorhandene Angebot möglichst weitgehend zu decken, ist ein Großmarkt erforderlich. Die ideale Verkörperung dieses Großmarkts ist, wie wir im ersten Kapitel nachwiesen, die Börse[80].

Die Effekten selbst sind also lediglich Legitimationsurkunde; Gegenstand des Handels — das müssen wir festhalten — ist die Kapital-

[80] Um die Darstellung dieser Funktion bemüht sich eine Freiburger Dissertation von Flersheim (Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, 1914); doch führt diese nicht zu einem befriedigenden Ergebnis. D. Verf. kommt bald zu dem Schluß, daß eine Emission an der Börse wenig wirtschaftliche Vorteile habe, und beschäftigt sich im übrigen mit der Bedeutung der amtlichen Notierung für bereits emittierte Papiere.

disposition[81]. Der Preis, den das Unternehmen dafür zahlt, ist der Zins (Dividende, Ausbeute). Diese Zusammenhänge verwischen sich leicht bei Vorgängen der Geldsphäre, weil eben auf beiden Seiten Geld gegeben wird. Daß oft das für das Wertpapier hingegebene Geld als Preis angesehen wird, hat allerdings z. T. seinen Grund auch darin, daß der Unternehmer nur einmal die Kapitaldisposition von dem Ersterwerber erhält, daß dagegen sämtliche späteren Erwerber den Besitzwechsel von Effekten unter dem Gesichtspunkte sehen, daß sie sich eine Summe von Vermögens- und sonstigen Rechten — verbrieft durch das Wertpapier — erkaufen und als Kaufpreis den Kurswert zahlen. Der Kurs ist also auch Ausdruck der Auffassung, daß Gegenstand des Handels nicht das Kapital ist, sondern die durch das Wertpapier verbrieften Rechte oder kurz: das Papier.

Vielfach wird allerdings auch das hinter dem Wertpapier stehende Realkapital als Gegenstand des Handels bezeichnet[82]. Diese Fiktion (denn für Obligationen trifft sie auf keinen Fall zu) hat den theoretischen Vorteil, daß sich bei ihrer Zugrundelegung sämtliche Börsenumsätze als unmittelbar der Finanzierung dienend definieren lassen, während normalerweise die Finanzierung nur in dem Emissionsakt, d. h. dem erstmaligen Verkauf der Effekten, zu sehen ist.

Diese Überlegungen haben selbstverständlich nur theoretische Bedeutung; für unsere Betrachtung, die sich mit der Börse als Markt für Kapitaldisposition überhaupt unter vorläufiger Abstraktion von dem Endzweck der Finanzierung befassen soll, sind sie praktisch ohne Belang, sondern nur zum Zwecke der Klärung angestellt.

Ihre Hauptbedeutung hat die Emission an der Börse, und zwar — da der freihändige Verkauf nie einen großen Umfang angenommen hat — die Emission zum ersten Kurs in der Vorkriegszeit gehabt. Der Vorteil dieser Emissionsart liegt u. a. darin, daß das Emissionshaus allen Schwierigkeiten der Zuteilung entgeht. Auch das Problem des „Konzertzeichnens" wird dadurch vermieden. Die Gesamtemission wird verhältnismäßig schnell abgestoßen, ohne daß eine Bekanntgabe des Emissionsbetrages erforderlich wäre.

In den letzten Jahrzehnten ist nun freilich seltener die erste Placierung neu emittierter Wertpapiere über die Börse erfolgt[83]. Technische Gründe lassen dies oft untunlich erscheinen. Der Emittent will sich z. B. durch Zeichnungslisten im voraus ein Bild davon machen, welche Aufnahme sein Papier findet; ferner ist bei der Emission an der Börse der Kurs allen Zufälligkeiten der Nachfrage unterworfen; die öffentliche Hand kann bei direkter Placierung die Aufnahme der Anleihen zwangsweise oder durch Gegenleistungen (Staatsaufträge) forcieren; endlich nimmt die Börse — jedenfalls die amtliche Börse — nicht jedes neue Papier auf; sondern die Emissionen privater Unternehmen müssen sich vielfach erst ein Jahr im Freiverkehr bewähren.

---

81 Czernin (Die Börse, Jena 1937, S. 81) spricht daher von einer Kaufkraft des Wertpapiers.

82 z. B Gunzert a. a. O. S. 12.

83 Wenn daher Halm (Geld — Kredit — Banken, München 1935, S. 152) schreibt, daß die Börse in hohem Grade der erstmaligen Unterbringung von Kreditmitteln dient, so dürfte dies nicht mehr ganz der Wirklichkeit entsprechen.

Die Emission geschieht heute vorwiegend durch die Banken, die früher mangels eines ausreichenden Filialnetzes dazu nicht in der Lage waren. Die Emittenten sind heute schon deshalb auf die Vermittlung der Banken angewiesen, weil sie selbst nicht zur Börse zugelassen sind. Die Banken aber bevorzugen die Emission außerhalb der Börse, weil sie hieran in der Regel mehr verdienen, besonders bei Obligationen. Bei der Emission zum ersten Kurs ist auch eine Sperre unmöglich. Für den Emittenten[84] dagegen ist diese Frage ohne Bedeutung. Hinzu kommt, daß die Emission häufig nicht durch eine einzelne Bank, sondern durch ein Konsortium erfolgt, dem die Unterbringung bei seiner Kundschaft und befreundeten Banken natürlich noch viel leichter ist.

Die endgültige Placierung, d. h. die endgültige Unterbringung des von der ersten Hand vielfach nur vorübergehend aufgenommenen Materials bei Anlagesuchenden ist jedoch zum großen Teil Aufgabe der Börse. Damit erleichtert sie zugleich die erste Placierung[85] und setzt gleichzeitig die Verkäufer in die Lage, ihre freigewordenen Mittel abermals zum Ankauf von Neuemissionen zu verwenden.

Besonders künftige Kapitalerhöhungen werden durch die Börsennotiz wesentlich erleichtert, da dann auch von den jungen Papieren angenommen wird, daß sie an der amtlichen Börse gehandelt werden.

Bei der Emission junger Aktien spielt die Börse eine besondere Rolle insofern, als die Bezugsrechte an ihr gehandelt werden.

Gelingt es jedoch nicht gleich, die gesamte Emission auf einmal in feste Hände zu bringen, so nimmt die Spekulation vorerst das Material auf, so daß der Markt Zeit hat, es langsam aufzusaugen[86].

Bei der Effektenbörse handelt es sich also heute im Wesentlichen primär um eine Umschichtung des Effekteneigentums, die sich erst mittelbar auf die Finanzierung auswirkt.

2. Der Bedeutungswandel der Effektenbörse als Kapitalvermittlungsstelle

Da die Börse ein Teil des Kapitalmarkts ist, so müßten wir hier unterscheiden: Bedeutung des Kapitalmarkts und Bedeutung der Börse innerhalb des Kapitalmarkts.

Bezüglich des Kapitalmarkts können wir allgemein feststellen, daß mit wachsender Industrialisierung auch der Kapitalbedarf einer Nation wächst, daß also die Bedeutung des Kapitalmarkts innerhalb der Gesamtwirtschaft bei uns ständig gestiegen ist. Das geht schon daraus hervor, daß — mit Ausnahme der schwersten Krisenjahre — jedes Jahr neben Ersatzinvestitionen erhebliche Neuinvestitionen vorgenommen werden[87]. Während nun die Ersatzinvestitionen in der Regel durch Ab-

---

[84] Das Wort „Emittent" wird hier im Sinne von Aussteller der Effekten gebraucht; wir sind uns bewußt, daß hierunter auch vielfach das Emissionshaus, also die vermittelnde Bank, verstanden wird.

[85] Prion: Börsen — wozu? S. 24.

[86] Benning a. a. O. S. 124.

[87] Reichardt, Wolfgang: Kapitalbildung und Kapitalmarkt in Deutschland seit der Stabilisierung. In „Probleme des deutschen Wirtschaftslebens", Berlin 1937, S. 588 f.

schreibungen finanziert werden, schlagen sich die Neuinvestitionen zum größten Teil in einer Neubeanspruchung des Kapitalmarkts nieder.

Weiter wäre ein Unterschied zu machen zwischen quantitativer und qualitativer Bedeutung der Börse innerhalb des Kapitalmarkts; doch ist es sehr schwierig, bezüglich der Qualität, d. h. der volkswirtschaftlichen Wichtigkeit der Finanzierungen, besonders in der Vergangenheit, Urteile zu fällen. Es bleibt uns also nur eine quantitative Analyse übrig.

Das nächstliegende Merkmal wären die Emissionen; aber auch hier ist das Material, aus dem die Bedeutung der Börse hervorgehen könnte, entweder nicht vorhanden oder nicht zugänglich (wie z. B. die Maklertagebücher[88]). Als zweiter Anhaltspunkt kann eine Betrachtung der Börsenumsätze im Vergleich zu den übrigen Wertpapierumsätzen dienen, zumal die Emissionen allein insofern kein richtiges Bild geben, als die Wertpapiere nach erfolgter Emission ja nicht vom Kapitalmarkt verschwinden, sondern meistens erst dann die Funktion der Börse richtig einsetzt, da ja die Emissionen selbst heute zum größten Teil im Zeichnungswege erfolgen.

Auch dabei stoßen wir jedoch auf Schwierigkeiten: Denn über die tatsächlichen Umsätze an der Börse werden keine Angaben veröffentlicht, wie auch Arnd Jessen in seinem Werk „Wehrwirtschaft und Börse" feststellt. Die Statistik der Börsenumsatzsteuer, die hierüber Aufschluß geben könnte, ist nicht nach Börsenumsätzen und außerbörslichen Umsätzen aufgeteilt. Wir sind also lediglich auf Schätzungen und Indizien angewiesen.

Am größten war die Bedeutung der Börse als Kapitalvermittlungsstelle wohl zweifellos in der *Vorkriegszeit*. Damals dienten noch nicht die Banken in dem Maße als Kapitalsammelstellen; die Börse führte daher erhebliche Hortungsmittel der Wirtschaft zu. Als Anhaltspunkt kann uns die Angabe dienen, daß in den Jahren 1911—1913 für 73%[89] der neu emittierten Aktien die Börsenzulassung erwirkt wurde gegenüber rund 30% in den Jahren 1920—1922. Die Emissionen selbst betrugen im Durchschnitt der Jahre 1901 bis 1913 jährlich rund 2 Milliarden Mark. Zu dem amtlichen Handel kam noch ein reger Freiverkehr. Diese Zahlen sagen jedoch noch nichts über die tatsächlichen Umsätze. Die Börsenumsatzsteuererträge lagen mit rund 24 Mill. Mark jährlich in den Jahren 1910—12 höher als das jährliche Aufkommen seit 1930 (siehe Kapitel 4, IV), obgleich der Steuersatz für Aktien damals nur 0,3‰ betrug gegenüber 0,75 bzw. 1,5‰ heute.

Die Bedeutung der Börse in der gesamten Vorkriegszeit ist nun freilich nicht dieselbe gewesen wie in den Jahren unmittelbar vor dem Kriege; sie zeigt vielmehr ein gewaltiges Crescendo, das parallel geht mit dem umwälzenden Industralisierungsprozeß seit den siebziger Jahren des vorigen Jahrhunderts. Seit dieser Zeit können wir überhaupt eigentlich erst von der Existenz einer Börse in Deutschland reden, obgleich das Institut „Börse" schon einige hundert Jahre früher bestand. Von der Gründerzeit bis zum Erlaß des Börsengesetzes zeigt die Börse jedoch noch

---

88 Flersheim a. a. O. S. 5.

89 Errechnet nach „Wirtschaft und Statistik" 1923, S. 163.

so viele Kinderkrankheiten, daß es keinen Zweck hat, schon diese Periode in den Vergleich mit der Nachkriegszeit einzubeziehen; eine typische Börse sehen wir erst in den Jahren unmittelbar vor dem Kriege vor uns. Auch die Industrie selbst hat Ende des vorigen Jahrhunderts noch nicht die Bedeutung erkannt, die die Börse für sie hat[90]. Andererseits hat aber bei ihrer Entstehung die Börse die Alleinherrschaft über den Kapitalmarkt ausgeübt, da es damals noch keine Kreditbanken gab.

Im *Weltkriege* ist dann naturgemäß die Bedeutung der Effektenbörse quantitativ erheblich zurückgegangen, wenn wir die privaten Zusammenkünfte in den ersten Kriegsjahren überhaupt als Börse bezeichnen wollen. Die Umsätze gingen mit Kriegsausbruch fast auf ein Zehntel zurück, erholten sich aber langsam wieder. Kurz nach Wiedereröffnung der Börse Ende 1917 überstiegen sie zum ersten Mal wieder den Vorkriegsstand; die Spekulation war lebhaft am Werk.

Die Placierung der Kriegsanleihen erfolgte nicht über die Börse; der Emissionsmarkt überhaupt hat jedoch in diesen Jahren Erstaunliches geleistet, wenn man bedenkt, daß in den vier Kriegsjahren allein nahezu 100 Milliarden Kriegsanleihen emittiert wurden. Beachtet muß dabei allerdings werden, daß eine leise Inflation sich schon in den letzten Kriegsjahren bemerkbar machte.

Ein starker Umsatzanstieg erfolgte dann wieder in der *Inflation*. Die Zahlen sind allerdings nicht recht vergleichbar, da infolge der Geldentwertung die Papiermarkbeträge stark aufgebläht waren; fest steht jedenfalls, daß in dieser Zeit nahezu jedermann spekulierte und daher die Umsätze ganz erheblich gewesen sein müssen. Ob allerdings diese spekulativen Umsätze der Finanzierung als solcher zuträglich waren, muß bezweifelt werden. Dabei war die Stückelung der gehandelten Effekten kleiner geworden. Die hiedurch verursachte Arbeitsvermehrung ergibt sich daraus, daß die Zahl der Kursmakler von 86 (1914) auf 114 (1924) stieg, und daß in den Jahren 1914 bis 1925 an der Berliner Börse die Zahl der selbständigen Börsenbesucher nur um 30%, die der Angestellten dagegen um 260% zunahm. Lichtenhein[91] schreibt dies allerdings zum größten Teil dem Verbot des Terminhandels und dem Fehlen eines stückelosen Effektenverkehrs zu.

Neuemissionen dagegen sind weniger erfolgt: Die Wirtschaft entschuldete sich, und das Anlagepublikum sah keinen Anreiz, Titel zu kaufen, deren Wert ihnen zwischen den Fingern zerrann. Man darf sich nicht davon täuschen lassen, daß die Nominalbeträge der Emissionen ganz erhebliche Summen ausweisen: in Goldmark umgerechnet, fallen sie kaum ins Gewicht. Soweit überhaupt Anleihen unterzubringen waren, waren sie meistens mit Sachwert- oder Goldklausel ausgestattet.

Nach der Stabilisierung folgte dann eine große Ernüchterung. Die Börse war nicht mehr Mittler zwischen anlagesuchendem Publikum und kreditbedürftiger Wirtschaft. Das deutsche Volk war verarmt, verfügbares Kapital schon längst nicht mehr in nennenswertem Umfang vorhanden. Wenn trotzdem die Emissionen das Vorkriegstempo über-

---

[90] Göppert a. a. O. S. 7.

[91] Verhandlungen des Allgemeinen Deutschen Bankiertags 1925, S. 182 ff.

schritten (rund 3 Milliarden jährlich im Durchschnitt der Jahre 1925—31), so zeigt sich darin der ungesunde Zustand an deutlichsten. Emissionen und Kapitalbildung standen in überhaupt keinem Verhältnis. Soweit der inländische Kapitalmarkt nicht ausreichte, wurden Auslandsanleihen ins Land gezogen. Nur 50% der Rentenkäufe entfielen auf das Inlandspublikum gegenüber 85% in der Vorkriegszeit. Die Gelder an der Börse dienten lediglich spekulativen Zwecken[92]. Damit begann die Börse, ein Eigenleben zu führen. Die kurze Blüte 1926/27 wurde von einer (wirtschaftlich nicht begründeten) um so tieferen Depression im Anschluß an den Schwarzen Freitag abgelöst[93]. Von da ab gingen auch die Emissionen zurück. Der Vertrauensschwund machte sich bemerkbar. Die Beschäftigung der in der Stabilisierung rationalisierten Wirtschaft sank ständig.

Die *Bankenkrise 1931* wirkt sich für die Börse folgendermaßen aus[94]:

13. 7. 31: Schließung der Börse, Verbot der Veröffentlichung von Kursen.
3. 9. 31: Wiedereröffnung. Handel und Notiz zu Kassakursen.
21. 9. 31: Börsenschließung infolge der englischen Abwertung.
4. 10. 31: Veröffentlichung von telephonisch ermittelten Kursen verboten.
16. 2. 32: Börsenverkehr ohne amtliche Kursfeststellung und -Veröffentlichung.
12. 4. 32: Wiederaufnahme der Börsentätigkeit ohne Terminhandel, amtliche Kursfeststellung und -Veröffentlichung.

Während der langen Zeit, wo die Börsen nicht voll arbeiteten, hat sich natürlich ein um so lebhafterer Telephonverkehr herausgebildet.

Im Jahre 1932 standen die Börsen noch unter dem Druck der Bankenkrise. Emissionen waren zu den gedrückten Kursen nicht unterzubringen. Die Devisenvorschriften üben eine zusätzlich hemmende Wirkung aus. Das Haupthindernis war jedoch nicht — wie vielfach angenommen wird — der Depotzwang für Arbitragepapiere[95]; denn bei dem allgemein verbreiteten Effektengiro findet ja ohnehin eine Effektivlieferung kaum statt. Stark komplizierend wirkte dagegen die Genehmigungspflicht für sämtliche Umsätze zwischen Devisen- In- und Ausländern, sowie die Ein- und Ausfuhrverbote für Wertpapiere. Die letztere Vorschrift war allerdings erst später ergangen, nachdem sich herausgestellt hatte, daß Auswanderer in großem Ausmaße Effekten zur Kapitalflucht benutzt hatten.

Andererseits wurden gerade den Börsenumsätzen gegenüber dem übrigen Wertpapierverkehr erhebliche devisenrechtliche Erleichterungen gewährt. Z. B. ist der Erwerb inländischer Wertpapiere gegen Wertpapiersperrguthaben an der Börse genehmigungsfrei[96].

Grundlegend änderte sich die Stellung der Börse im *Dritten Reich*.

Hatten schon in den letzten Jahrzehnten die Banken sie allmählich aus dem Emissionsgeschäft verdrängt, so wurde ihr diese Funktion nun-

---

92 Schacht a. a. O. S. 3.

93 Durchschnittlicher Monatzumsatz sinkt von 7—9 Mrd. im Jahre 1927 auf 1,5—2 Mrd. Juli 1931.

94 Jessen, Arnd: Wehrwirtschaft und Börse, Berlin 1937, S. 100.

95 Jessen, Arnd: Wehrwirtschaft und Börse, Berlin 1937, S. 100.

96 Elbel, Georg: Devisenvorschriften für den Wertpapierverkehr, 3. Aufl., München 1937, S. 21 und 53.

mehr vollends genommen, obgleich sich der Staat sehr stark der Effektenfinanzierung zum Wiederaufbau bediente. Auch die Umsätze waren gering. Die Umstände, welche die Kapitalbeschaffung durch die Börse weitgehend illusorisch machten, waren im Wesentlichen die folgenden:

1. Die Investitionen der öffentlichen Hand — insbesondere die Finanzierung der Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen und die Placierung der Anleihen — sind zum größten Teil ohne direkte Inanspruchnahme der Börse durchgeführt worden. Auch nach der Emission wurde für einen Teil — z. B. die Umschuldungsanleihe — die Zulassung zur amtlichen Börse nicht beantragt.
2. Durch das Überhandnehmen der öffentlichen Investitionen gingen die privaten Emissionen, die der Börse noch ein Tätigkeitsfeld hätten geben können, relativ stark zurück.
3. Die beschränkten Mittel aber, die der Wirtschaft noch verblieben, wurden infolge des Anleihestockgesetzes und der Emissionssperre im Wege der Selbstfinanzierung investiert, so daß die Ausgabe von Effekten unterblieb.
4. Weiter ist eine größere Anzahl von Notizeinstellungen darauf zurückzuführen, daß Kapitalgesellschaften von dem Umwandlungsgesetz Gebrauch machten und daher für die Börse nicht mehr in Frage kamen.
5. Ausländische Werte sind nunmehr ganz vom Kurszettel gestrichen.

Neben diesen in der nationalsozialistischen Wirtschaftspolitik begründeten Momenten waren es insbesondere die Konzernbildungen und die Kompensationen der Banken, die der Börse Betätigungsmöglichkeiten entzogen. Außerdem hatte auch die Kapitalbildung bis vor kurzem noch nicht wieder den Vorkriegsstand erreicht.

Die gesamten Effektenumsätze betrugen im Jahre 1932: 10 Mrd. Reichsmark, 1935: 18 Mrd.[97]; ein Drittel wird davon heute etwa an der Börse getätigt. Laut Waldegg[98] standen vor der Krise von dem zur Börse zugelassenen Aktienkapital von 11 Milliarden nur etwa 3 Millarden für Börsenumsätze zur Verfügung; 1933 soll sich dieser Teil auf 1—2 Milliarden vermindert haben. Der Rest war konzernmäßig gebunden.

Anfänglich wurden daher Stimmen laut, die glaubten, der Börse ganz entraten zu können. Die Regierung beantwortete diese Bestrebungen mit den beiden Gesetzen zur Änderung des Börsengesetzes bzw. Neuordnung des Börsenwesens, wodurch sie eindeutig ihre Meinung kundtat, daß die Börse weiter bestehen solle, daß sie sich aber ihrer Gliedfunktion innerhalb des gesamten Wirtschaftssystems bewußt zu sein habe.

Da die Börse also die Sammlung von Neukapital mehr denn je an andere Stellen hat abtreten müssen, ist ihre Aufgabe heute vielmehr, Umsatzstelle für bereits im Umlauf befindliche Effekten zu sein. Diese Funktion, welche unentbehrlich ist, solange wir noch eine effektenkapitalistische Wirtschaft haben, wurde ihr von Reichswirtschaftsminister Funk auf dem Allgemeinen Deutschen Bankiertag 1938 mit folgenden Worten bestätigt:

---

[97] Reinhart a. a. O. S. 156 ff.
[98] Börsenreform („Die Bank") 1933, S. 570.

„Auch in einer nationalsozialistisch geführten Wirtschaft hat die Börse die wichtige Aufgabe, die Realisierbarkeit des Effektenbesitzes zu sichern . . ."

Diese Realisierbarkeit ist aber nur gesichert, wenn auch tatsächlich in größerem Umfange Umsätze auf der Börse stattfinden. Dazu diente u. a. die Einführung der Kompensationssteuer. Tatsächlich hat diese Maßnahme auch Erfolg gehabt.

Auf die Dauer ist es jedoch unmöglich, die Finanzierung der Industrie in dem gleichen Maße zu beschneiden wie bisher. Einmal machen Aufrüstung und Vierjahresplan größere Investitionen auch in der Privatwirtschaft erforderlich; zum andern verlangt die Konkurrenzfähigkeit mit dem Ausland, solange wir noch Wert auf Export legen, die Anwendung der modernsten Technik.

Diese Erkenntnis schlug sich dann im „Neuen Finanzplan" nieder, der bereits im Jahre 1939 erhebliche industrielle Emissionen gestattete. Darüber hinaus hat Reichswirtschaftsminister Funk versprochen, sich eine Hebung der Umsätze angelegen sein zu lassen. Als ein Schritt auf diesem Wege mag die amtliche Zulassung der Steuergutscheine II erscheinen. Bereits im ersten Halbjahr 1939 hat die deutsche Wertpapieremission 4,475 Mill. betragen. An Industrieobligationen plant man für das laufende Jahr eine Emission von einer Milliarde.

Der Ausbruch des Krieges im September 1939 ließ manchen Beobachter mit Spannung auf die Reaktion der Börse blicken; doch er wurde enttäuscht: Es haben sich kaum nennenswerte Veränderungen ergeben. Man hat dieses Mal nicht den Fehler gemacht, die Börsen zu schließen. Die Umsätze sind etwas zurückgegangen; doch ist zu hoffen, daß die gegenwärtige Flüssigkeit des Kapitalmarkts infolge der Konsumbeschränkung bald wieder zu einer Steigerung führen wird.

3. Staat und Privatwirtschaft im Kampf um den Kapitalmarkt

a. Vorkriegszeit

Schon solange es eine Börse gibt, bemühen sich öffentliche Hand und Privatwirtschaft um die Gunst des Kapitalmarkts. So berichtet bereits Max Weber[99], daß die Verschuldung des Reichs und der Länder derzeit 8,5 Milliarden Mark betrug. Öffentliche Hand und private Wirtschaft standen sich damals als gleichwertige Partner gegenüber. Dabei hatte sich insofern eine recht glückliche Marktteilung herausgebildet, als die öffentlichen Anleihen dem kleinen Sparer und Rentner eine sichere Anlage boten, während Industrie, Banken und Verkehr dem wagemutigen Kapitalisten hohe Gewinnmöglichkeiten in Aussicht stellten. Beide aber richteten sich mit ihren Emissionen nach der jeweiligen Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarkts, so daß dieses Nebeneinander im Wesentlichen harmonisch verlief.

Daß der Staat in gewissem Maße seine Emissionen forcierte, indem z. B. den preußischen Sparkassen eine gewisse Anlage in Staatspapieren vorgeschrieben wurde, störte hierbei nicht.

---

[99] a. a. O. S. 26.

Als weiteres günstiges Moment kam hinzu, daß das Deutschland der Vorkriegszeit ein Kapitalüberschußland war, so daß es nicht nur seinen eigenen Kapitalbedarf befriedigen, sondern daneben noch 25 Milliarden Mark[100] ins Ausland legen konnte.

Die Neuemissionen der Zeit von 1901 bis 1913 betrugen im Durchschnitt jährlich:

Anleihen der Öffentlichen Hand	945 Mill. = 47%
Pfandbriefe	450 Mill. = 23%
Aktien und Industrieobligationen	601 Mill. = 30%.

Kurz vor Kriegsausbruch betrug die Schuld des deutschen Reiches (exkl. Länder) nur 5 Milliarden, der gesamten Gebietskörperschaften 26 Milliarden[101], das Aktienkapital sämtlicher deutscher Aktiengesellschaften dagegen 15 bis 16 Milliarden Mark.

b. Kriegszeit

Mit Ausbruch des Weltkrieges entstand eine erbitterte Rivalität. Der Staat als der Stärkere nahm den gesamten Kapitalmarkt für sich in Anspruch. In der Befürchtung, seine Kriegsanleihen nicht in genügendem Umfange abzusetzen, schloß er die Börse, um den Privatpapieren jeden Markt zu nehmen. Dagegen gründete er Dahrlehnskassen, die Effekten gegen Zeichnung von Kriegsanleihen beliehen.

Es zeigte sich jedoch bald, daß die Wirtschaft nicht ohne den Effektenhandel auskam, und von dem anfänglichen Telephonverkehr und Zusammenkünften zu Informationszwecken ging man allmählich wieder zur Abhaltung einer geordneten Börse — allerdings auf privater Grundlage und ohne Termingeschäft — über. Nach einigen Hemmungsversuchen ließ der Staat die Wirtschaft gewähren, weil er wohl selbst die Notwendigkeit des Bestehens einer Börse eingesehen hatte. Denn die Darlehnskassen waren dem Ansturm der eingereichten Effekten nicht gewachsen.

Immer noch aus einer gewissen Ängstlichkeit für den Absatz der Kriegsanleihen heraus verbot man nach einiger Zeit auch die öffentliche Bekanntgabe von Kursen, was einen abermaligen Umsatzrückgang im Gefolge hatte und hohen Kursschnitten seitens der Banken Tür und Tor öffnete[102]. Am 9. 9. 1917 wurde dann dieses Verbot dahin gelockert, daß eine Kursmitteilung der Banken unter sich gestattet war.

Die Furcht, die Kriegsanleihen nicht abzusetzen, erwies sich als unbegründet. Das Reich hat insgesamt 93 Milliarden Mark[103] Kriegsanleihen emittiert (lt. Stucken 97 Milliarden[104]); man hatte die nationale Opferbereitschaft einerseits und die Flüssigkeit des Kapitalmarkts andererseits unterschätzt.

---

100 Schacht, a. a. O.

101 Gunzert, a. a. O. S. 42.

102 Kahl: Der deutsche Industrieaktienmarkt nach dem Kriege, Hamburg 1921, S. 49.

103 Klebba: Börse und Effektenhandel im Kriege, Berlin 1920, S. 141.

104 Stucken Rudolf: Deutsche Geld- und Kreditpolitik, Hamburg 1937, S. 37.

Daneben blieb noch Raum für Neuemissionen der Kriegsindustrien, die sich in ihrer Größenordnung mit denen der Vorkriegszeit (siehe vorige Tabelle) messen konnten:

1916: 309 Mill.
1917: 664 Mill.
1918: 690 Mill.

und für die ab 6. Oktober 1917 zum großen Teil auch die amtliche Zulassung erwirkt wurde.

Erst am 10. August 1919 wurden alle Beschränkungen — abgesehen von dem Verbot des Terminhandels — aufgehoben.

c. Inflation

In der Inflation wandte sich dann das Blatt. Die öffentlichen Papiere wurden notleidend; sie entwerteten zusehends; die Zinsen fielen kaum noch ins Gewicht. Es begann eine „Flucht in die Sachwerte" und damit in Industrieaktien, die ja ihren Substanzwert behielten. Ein getreues Spiegelbild dieser Bewegung waren die Kurse.

So betrug beispielsweise Ende 1922 der Aktienindex 2,89, der Index der Rentenwerte dagegen nur 0,10 (Goldwert, umgerechnet über Dollaragio; 1913 = 100):[105]

d. Systemzeit

Auch in der Stabilisierungszeit behielt die Industrie das Primat; die Aufwertung der öffentlichen Anleihen mit nur 12,5% und die unterschiedliche Behandlung des Alt- und Neubesitzes riefen scharfe Kritik hervor; das Vertrauen zu der Solidität der öffentlichen Anleihen war dahin. Die öffentlichen Körperschaften bedurften jedoch dringend neuer Mittel und versuchten nun, mit Renditen bis zu 10% und mehr[106] um den Kapitalmarkt zu werben. Über die Notwendigkeit der damaligen öffentlichen Investitionen läßt sich streiten; Schacht[106] spricht von einem „Expansionswahn der öffentlichen Hand". Hinzu kam, daß die öffentliche Hand es bei ihren Emissionen nicht für nötig hielt, auf die Konjunkturlage Rücksicht zu nehmen, sondern „sich nur vom fiskalischen Prinzip der Bedarfsdeckung" leiten ließ, nicht aber von ökonomischen Erwägungen[107].

Die jährlichen Emissionen im Durchschnitt der Jahre 1925—1931 zeigen folgendes Bild:

Anleihen und Obligationen der öffentl Hand	859 Mill.	= 27%
Pfandbriefe	1200 Mill.	= 39%
Aktien und Industrieobligationen	1067 Mill.	= 34%

(Vergl. die entsprechende Statistik für die Vorkriegszeit auf S. 40).

Von den gesamten Neuemissionen des Jahres 1929 entfielen 84,6% auf die Privatwirtschaft und nur 15,4% auf die öffentliche Hand[108].

---

105 Wirtschaft und Statistik 1923, S. 29.
106 Schacht, S. 32 ff.
107 Wagemann: Zinshöhe und Kapitalverteilung, S. 370.
108 Jessen: a. a. O.

Auffällig ist neben den bereits erwähnten Tendenzen der starke Zuwachs der Pfandbriefe, der ebenfalls mit der dinglichen Sicherung zusammenhing.

Wagemann[109] glaubt gar einen Kausalzusammenhang zwischen der Wirtschaftskrise und dem Gegeneinanderarbeiten von Staat und Privatwirtschaft zu sehen.

e. NS Staat

Eine grundlegende Änderung in diesen Verhältnissen trat erst mit der Machtergreifung durch den Nationalsozialismus ein. Zunächst war eine Auseinandersetzung mit der Industrie um den Kapitalmarkt nicht erforderlich, weil in der tiefen Depression der Jahre 1931/33 den Unternehmern ohnehin der Mut zu Neuinvestitionen vergangen war.

Aber die Arbeitsbeschaffung und der Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft, später die Wehrhaftmachung und die Finanzierung des Vierjahresplans erforderten gewaltige Mittel.

Die nationalsozialistische Weltanschauung gibt allgemein-völkischen Belangen den Vorrang vor Einzelinteressen. Demnach schöpfte der Staat auch nicht in seiner Machtvollkommenheit als Staat im fiskalischen Interesse den Kapitalmarkt ab, sondern die Kapitalbedürfnisse sowohl des Staates als auch der privaten Wirtschaft werden nach ihrer Dringlichkeit für das Volksganze abgewogen und befriedigt. Die technischen Handhaben waren Emissionssperre und Errichtungsverbot, durch die jede geplante Neuinvestition von einiger Bedeutung einem Genehmigungsverfahren unterworfen wurde.

Unter Berücksichtigung dieses Gesichtspunktes aber war es im Interesse eines raschen Aufbaus der Wirtschaft und der Wehrkraft unseres Volkes erforderlich, daß der Staat als Auftraggeber auftrat und daher ein Großteil des verfügbaren Kapitals an sich zog. So wuchs der Anteil des Reichs an den Neuemissionen von 0% im Jahre 1934 über 80—85% 1936/37 auf 90% 1938[110].

In absoluten Zahlen sehen wir bei den industriellen Emissionen seit 1933 ein stetiges — wenn auch sanftes — Ansteigen.

1938 betrugen die Aktienemissionen (ohne die vom Reich übernommenen Aktien der Hermann-Göring-Werke) bereits rund 600 Mill. RM, eine Höhe, die sie seit 1933 nicht erreicht hatten.

Vollends aber tat sich der Wille der Regierung, den Kapitalmarkt wieder der privaten Wirtschaft zu erschließen, in dem „Neuen Finanzplan" kund: Reichsanleihen werden zur öffentlichen Zeichnung nicht mehr aufgelegt.

Tatsächlich ist denn auch seit dem Frühjahr eine beträchtliche Anzahl privater Emissionen erfolgt; auf eine staatliche Zulassung kann man dabei freilich noch nicht verzichten; denn die angemeldeten Finanzierungsansprüche müssen mit Rücksicht auf die beschränkte Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarkts sukzessive befriedigt werden; sonst

---

[109] Wirtschaftspolitische Strategie, Hamburg 1937, S. 32.

[110] Dadurch wurde auch dem Effektenbesitzer Gelegenheit gegeben, zum Wiederaufbau zu seinem Teil beizutragen.

könnte es leicht zu einem unerfreulichen Kursverfall kommen. Man rechnet für 1939 mit einer Gesamtemission von einer Milliarde Mark Obligationen.

Dabei gibt man offenbar den Industrieobligationen gegenüber den Aktien den Vorrang[111]. Die gesamten privaten Emissionen verteilen sich auf Obligationen und Aktien, wie folgt:

	Obligationen	Aktien
1929	24 %	76 %
1934	76,4%	23,6%
1935	84,5%	15,5%

Der Hauptgrund hierfür war wohl der, daß die Industrieobligationen auf Grund ihrer festen Verzinsung den Reichsanleihen weniger Konkurrenz machten.

Ergänzt wurde diese Politik durch eine mittels Kurspflege und Konversionen erreichte Herabsetzung der Effektivverzinsung der Reichsanleihen, so daß heute die Reichsanleihe wieder als das sicherste Papier dasteht.

Die vielfältige Benachteiligung der Aktien gegenüber Festverzinslichen hat jedoch zu einem stärkeren Absinken der Kurse und Umsätze geführt, als erwünscht. Man sucht daher nun nach Mitteln zur Wiederbelebung des Aktienmarktes, wie z. B. die Aufhebung der Spekulationssteuer und die in Aussicht gestellte Nichtverlängerung des Anleihestockgesetzes.

B. Die Kapitallenkung durch die Effektenbörse

1. Bedeutung und Problematik

Die Bedeutung der Börse für die Finanzierung ist jedoch mit dieser reinen Katalysatortätigkeit, dem Zusammenbringen von Kapitalgeber und -nehmer, also der Kapitalbeschaffung, nicht erschöpft. Denn der Bedarf nach Kapital ist unendlich groß, während das Kapitalangebot stets beschränkt ist. Die klassische Börse nahm daher für sich in Anspruch, zugleich eine K a p i t a l l e n k u n g auszuüben, d. h. das Kapital in die Kanäle zu leiten, wo es die rentabelste Anlage findet. Damit aber tritt die Börse aus ihrer passiven Stellung heraus und greift aktiv in das Wirtschaftsgetriebe ein. Durch diese Schleusenfunktion trägt sie angeblich dazu bei, Kapitalfehlleitungen zu vermeiden. Die Börse lege das ihr zufließende Kapital produktiver an, als der kleine Sparer ohne Geschäftskenntnis es vermag[112].

Sie übt diese Wirkung aus im Wege der Bewertung[113]. Dieselben Probleme, denen wir bei der Kursbildung begegnen, entstehen daher auch hier. Das Hauptargument, das generell gegen die Kapitallenkung der Börse anzuführen ist, besteht darin, daß der E r t r a g , der ja grundlegend für die Kapitallenkung sein soll, objektiv erst nachträglich

---

111 Jessen, a. a. O.

112 Gunzert a. a. O., S. 57 f.

113 Daneben spielt natürlich auch die Zulassung eine gewisse Rolle, die Nell—Breuning (a. a. O., S. 213) für wirkungsvoller hält als gesetzgeberische Maßnahmen. Max Weber sieht darin jedoch mehr eine Formalität, zumal dadurch die Emission ja nicht verhindert wird.

festgestellt werden kann, d. h. wenn die Fehlinvestition bereits erfolgt ist, also zu spät.

Das leuchtet ein, wenn man sich vergegenwärtigt, aus wievielen Unbekannten sich der Erfolg eines Unternehmens zusammensetzt, welche Rolle dabei vor allem die Geschäftsgebarung, angefangen von der richtigen Verteilung von Eigen- und Fremdkapital, spielt. Auch vermag niemand die technische Entwicklung vorauszusagen, die eine Anlage schon nach kurzer Zeit als überholt stempeln kann.

Bei größeren Firmen bzw. Körperschaften kommt noch hinzu, daß die erfolgte Kapitalfehlleitung noch nicht einmal offen zutage tritt, weil die Verluste durch die Gewinne anderer Abteilungen kompensiert werden. Trotz der für den Kreditgeber bestehenden privatwirtschaftlichen Vorteile (Sicherheit) können solche Investitionen doch volkswirtschaftlich sehr unerwünscht sein.

Hierbei sehen wir noch davon ab, daß neben dem gesunden Optimismus des Unternehmers bewußt falsche oder frisierte Angaben im Prospekt beim Publikum unrichtige Vorstellungen erwecken können, so daß ein Unternehmen Kapital an sich zieht, das viel fruchtbarer an anderer Stelle eingesetzt worden wäre. Czernin[114] schreibt einen Teil der Schuld hieran auch den Banken als Emissionshäusern zu.

Selbst unter Rentabilitätsgesichtspunkten hat daher die Börse erhebliche Kapitalfehlleitungen nicht nur nicht verhindern können, sondern ihnen sogar noch Vorschub geleistet[114 115].

Das Schlimme ist ja, daß bei einem Minder- oder gar bei einem vollständigen Mißerfolg vielfach nicht nur der Unternehmer sich selbst betrogen hat, sondern zugleich Volkseinkommen vermindert bzw. Volksvermögen vernichtet wird und auch der Anleger sein Einkommen oder sein Kapital verliert, auf das er unter Umständen dringend angewiesen ist. Es handelt sich hier also nicht nur um ein betriebswirtschaftliches, sondern in gleichem Maße um ein volkswirtschaftliches und um ein soziales Problem.

Die Schwierigkeit für kleinere Unternehmungen, bei diesem System der Kapitallenkung Kredit zu erhalten, besteht gleichermaßen auch, wenn Banken oder andere Stellen Kreditgeber sind.

Ganz abgesehen davon, wird jedoch die gesamtwirtschaftliche Dringlichkeit einer Investition nicht nur durch Rentabilität und Sicherheit bestimmt, sondern hier spielen noch ganz andere Momente wie wehrwirtschaftliche Gesichtspunkte mit hinein, die die Börse gar nicht berücksichtigen k a n n.

Trotzdem glaubt Prion[116] die Leistungen, die die Kapitallenkung durch die Börse für die Entwicklung der Volkswirtschaften der einzelnen Länder hervorgebracht hat, grundsätzlich anerkennen zu müssen.

Bevor wir das Facit aus dieser Kontroverse ziehen, wollen wir zunächst einmal betrachten, wie es mit der behaupteten Kapitallenkung durch die Börse in den einzelnen Epochen tatsächlich bestellt ist.

---

114 Czernin, a. a. O., S. 168 ff.

115 Wrede, Victor: Stellung der Wertpapierbörse im Organismus einer Volkswirtschaft. (Zahlungsverkehr und Bankbetrieb 1936, S. 136 ff.)

116 Börsen — wozu? S. 38.

2. Praktische Auswirkung

Schon in der Vorkriegszeit hat die Effektenbörse hinsichtlich der Kapitallenkung häufig versagt. Wie wäre es sonst möglich gewesen, daß in den verhältnismäßig ruhigen Jahren von 1881 bis 1913 fast 20% des gesamten in Aktiengesellschaften investierten Kapitals verloren gingen?[117] Diese Verluste aber waren nicht durch gesamtwirtschaftliche Momente zu entschuldigen.

Eine Kapitallenkung durch die Börse ist überhaupt nur möglich in einer freien Wirtschaft. In der Kriegs- und unmittelbaren Nachkriegszeit, in der der Kapitalmarkt gewissen Beschränkungen unterlag, war daher diese Funktion der Börse außer Kraft.

Aber auch in der Zeit nach 1924 zeigt sich wieder das Versagen der Börse als Organ der Kapitallenkung. Hat doch z. B. die Sanierung der deutschen Autoindustrie 1927, die im Laufe von 4 Jahren ihr Kapital durch Kreditaufnahme mehr als verdoppelt hatte, 27% des Aktienkapitals gekostet[118]. Einer der Gründe hierfür war eine bereits durch die Banken vorweggenommene Kapitalfehlleitung, indem sie bereitwilligst Kredite gegeben hatten, die nun konsolidiert werden mußten. Der die öffentlichen Körperschaften kennzeichnende Bauwahn griff auch auf die Privatwirtschaft über. Die Produktionskapazität wurde viel zu hoch bemessen. Kennzeichnend war eine Steigerung der Insolvenzen von rund 7000 im Jahre 1927 auf rund 22000 in 1931[119]. Selbst die bereits erkennbaren Kapitalfehlleitungen verhinderten nicht neue Überinvestitionen. Hinzu kam die Höchstpreisregelung der zwanziger Jahre; denn normalerweise finden die Investitionen ihre Grenzen in der Verteuerung der Anlagegüter, während sie jetzt ins Ungemessene gesteigert wurden. Die Kapitallenkung der Börse in dieser Periode mußte schon deshalb versagen, weil sie sich ja nach der Rendite richtet und für eine Prestigeinvestition eben jeder Zins gezahlt wird.

Im NS Staat nun übernahm die Regierung die Kapitallenkung kurzerhand selbst. Zu diesem Entschluß führten vorwiegend prinzipielle Gründe. Vor allem hatte sich die Erkenntnis Bahn gebrochen, daß der Rentabilitätsgesichtspunkt, nach dem die Börse ihre Kapitalverteilung ausübte, nicht das maßgebliche Kriterium für die Wichtigkeit einer Investition ist. Daneben zwangen die seit dem Kriege stark gesunkene Kapitalbildung und der ungeheuer gewachsene Kapitalbedarf zu äußerster Sparsamkeit mit den vorhandenen Mitteln, die nur dann gewährleistet ist, wenn die Kapitalverteilung einer zentralen Stelle untersteht. Zimmermann[120] befürchtete 1933 von einer übereilten Wiederinanspruchnahme der Börse auch eine Gefährdung des mühsam gesenkten Renditenniveaus. Heute besteht diese Gefahr nicht mehr.

---

117 „. . . ist die Kapitalverteilung in keiner Weise mehr ein Spiegelbild des ökonomisch gerechtfertigten Kapitalbedarfs." (Wagemann, Zinshöhe, S. 370.)

118 Walb: Kapitalverbrauch und Kapitalfehlleitung in „Kapital und Kapitalismus" II, S. 376 ff.

119 Schacht, a. a. O., S. 38.

120 Börse und Kapitalmarkt (Wirtschaftsdienst 1933, S. 1649).

Während nun in der Vergangenheit der Emissionszulassungszwang einer Emissionssperre gleichkam, wird mit der Wiedererschließung des Kapitalmarkts für die Privatwirtschaft seit 1939 die Kapitalzuteilung eine wachsende Rolle spielen, sofern wir auf eine baldige Beendigung des gegenwärtigen Krieges hoffen dürfen.

Hier entsteht das Problem, ob dann die bisherige Kommission zur Genehmigung von Emissionen noch in der Lage ist, dieser Aufgabe gerecht zu werden. Eine zentrale staatliche Stelle kann wohl am besten beurteilen, welche Wirtschafts z w e i g e der Finanzierung am dringendsten bedürfen (Oberverteilung), da dies von gesamtwirtschaftlichen Faktoren abhängt; aber sie kennt nicht die einzelnen Firmen und Männer, denen Kapital zugeteilt wird (Unterverteilung)[121], deren wirtschaftliches Können und die sonstigen Begleitumstände. Außerdem wird der die Entscheidung treffende Beamte die Verantwortung scheuen, die er damit übernimmt, wenn er einem aussichts-, aber auch risikoreichen Unternehmen Kapital zuteilt. Ohne Risiko aber stagniert die Wirtschaft. Wieder taucht hier also das schwere Problem der Kapitalfehlleitung auf, das durch die umfangreichen Selbstfinanzierungen noch verstärkt wird[122].

Jessen[123] hält auch die Großbanken nicht mehr für würdig, die Kapitallenkung im einzelnen auszuüben, da auch sie bereits weitgehend bürokratisiert seien[124]. Diese Tendenz werde durch die Bankenaufsicht noch gefördert. Jessen wirft daher die Frage auf, ob es nicht möglich ist, denjenigen Unternehmungen, denen Kredit zu gewähren Banken und zentrale Stelle zu schwerfällig sind, den Weg zur Börse zu ebnen.

Die von Czernin[125] aufgebrachte Idee der Branchenbanken hat dabei überdies den Nachteil, daß eine Autarkisierung des Kredits innerhalb einzelner Wirtschaftsgruppen erfolgt und der fruchtbare Kapitalaustausch unterbleibt.

Zweifellos hatte die B ö r s e in dieser Hinsicht bei der Kapitallenkung gewisse Vorzüge. Vor allem war sie über die Aussichten der einzelnen Unternehmungen und Persönlichkeiten bestens informiert. Das Hauptargument gegen die Wiedereinsetzung der Börse in ihre alte Funktion ist, daß für sie bei der Verteilung lediglich der Ertrag maßgebend ist. Andererseits müssen wir bedenken, daß auf die Dauer auf eine Rentabilität in der deutschen Wirtschaft nicht verzichtet werden kann; denn gerade der erhöhte Sozialbedarf der heutigen Zeit erfordert sogar eine erhöhte Rentabilität der wirtschaftlichen Unternehmungen, um diese in die Lage zu versetzen, die Last des erhöhten Sozialbedarfs noch mit zu tragen. Andererseits hat, wie wir weiter oben sahen, die Börse auch bereits unter dem reinen Rentabilitätsgesichtspunkt als Kapitallenkungsstelle versagt.

---

121 Walb: Kapitalverbrauch, S. 378.

122 Der Umfang der Selbstfinanzierung wird demonstriert dadurch, daß seit 1932 industrielle Produktion und der Umlauf von Industrieeffekten eine gegenläufige Bewegung zeigen.

123 a. a. O., S. 72.

124 Das hat auch seine innere Berechtigung; denn die Banken arbeiten ja mit fremden Mitteln und müssen deshalb besonders vorsichtig sein.

125 a. a. O., S. 201 ff.

3. Das Facit für die Zukunft

Es zeigt sich also, daß keine Stelle, die die Kapitallenkung übernimmt, von der Gefahr frei ist, Kapitalfehlleitungen zu begehen. Eine Kapitallenkung ist mithin stets ein Kompromiß. Bei jedem wirtschaftlichen Phänomen springen jedoch die Nachteile deutlicher in die Augen als die tatsächlichen Leistungen, weil man keine Gelegenheit hat, den Wirtschaftsablauf bei Fehlen dieses Phänomens zu beobachten. Da vermutlich ohne eine zentrale Stelle die Fehlinvestitionen noch viel größere Ausmaße annehmen würden, ist trotzdem eine — wenn auch mangelhafte — Kapitallenkung vorzuziehen.

Welche Stelle in Zukunft diese Tätigkeit ausüben wird, bleibt abzuwarten. Vorläufig besteht jedenfalls für die Börse wenig Aussicht für die Wiedererlangung dieser ihrer Funktion.

Oberascher[126] ist überdies der Ansicht, daß die Tragweite dieses Problems gegenwärtig überschätzt werde, da der Wachstumsbedarf der deutschen Wirtschaft — zu urteilen nach den Geburtenziffern — nicht allzu groß sein werde.

C. Die durch die Börse bewirkte Kapitalvermehrung

Die Aufgabe der Börse ist jedoch nicht im geringsten mit dem Zusammenführen von Anbietern und Nachfragenden nach Kapitaldisposition und mit der mehr oder weniger glücklichen Lenkung dieser vorhandenen Kapitaldisposition in bestimmte Kanäle erfüllt. Wenn wir immer das Endziel dieses Prozesses, die Finanzierung, also die Bildung von Realkapital, im Auge behalten, so ergibt sich ohne weiteres, daß durch eine Steigerung der Realkapitalbildung eine Hebung der volkswirtschaftlichen Produktivität bewirkt werden kann. Gelingt es daher der Börse, das Angebot an Kapitaldisposition auf irgendeine Weise zu steigern, um dadurch eine verstärkte Realkapitalbildung zu ermöglichen, so würde sie sich dadurch ein gar nicht hoch genug zu veranschlagendes volkswirtschaftliches Verdienst erwerben. Grundsätzlich bestehen zwei Möglichkeiten: Förderung der Kapitalbereitstellung und Steigerung der Geldkapitalbildung. Diese beiden Möglichkeiten sollen nun im folgenden untersucht werden.

1. Förderung der Kapitalbereitstellung

a) Die Mobilisierung des immobilen Kapitals

Die Ansammlung von Geldkapital in der privaten Wirtschaft erfolgt grundsätzlich aus zwei Motiven: Um daraus Erträge zu ziehen oder um das Kapital zu einem meist in ferner Zukunft liegenden Zweck zu *verwenden*. Im ersteren Fall führt der Kapitalist seine Mittel von selbst produktiver Verwendung zu, weil sie ihm sonst nichts einbringen. Hier könnte also ein Eingreifen der Börse — z. B. durch Renditenerhöhung — nur die Wirkung haben, anderen Gebieten des Kapitalmarkts — z. B. dem Hypothekenmarkt — Mittel abspenstig zu machen und sie dem Effektenmarkt zuzuführen. Per Saldo wäre damit dem Kapitalmarkt nicht gedient.

---

[126] a. a. O., S. 86 f.

Für denjenigen, der mit dem Ziel der Kapitalverwendung spart, ergibt sich jedoch die Hemmung, daß der — voraussichtlich allerdings in weiter Ferne liegende — Zeitpunkt der Verwendung nicht festliegt (Aussteuer, Krankheitsrücklage, Altersrücklage, Sterbegeld, größere Anschaffungen, Rücklagen und Rückstellungen der Handelsgesellschaften). Obgleich es sich hier also um ausgesprochene Kapitalmarktmittel handelt, muß der Gläubiger sich bei etwaiger Anlage doch tägliche Rückforderung vorbehalten[127]. Das zeigt sich am deutlichsten bei den Sparkassenguthaben, die an sich täglich fällig sind, während die Kreditinstitute mit ihrer Nichtabhebung rechnen, weil auch tatsächlich nur ein ganz minimaler Prozentsatz Kreditoren von diesem Recht Gebrauch macht.

Eine ideale Lösung ist hier durch das Effektenprinzip geschaffen, die gegenüber direkter Kapitalanlage den Vorteil hat, daß der Schuldner nicht mit vorzeitiger Rückforderung zu rechnen braucht. Für den Gläubiger dagegen ergibt sich lediglich der formale Unterschied, daß er, anstatt bei vorzeitiger Inanspruchnahme sein Geld direkt vom Schuldner zurückzuerhalten (Selbstliquidierung), seine Rechte an einen Dritten verkaufen kann, was jedoch für ihn im Endeffekt auf dasselbe herauskommt.

Doch nützt diese juristische Möglichkeit dem Gläubiger nichts, wenn er nicht weiß, daß er auch jederzeit jemand findet, der ihm sein Wertpapier abnimmt. Die sicherste Garantie hierfür bietet ein möglichst breiter Markt, auf dem täglich Umsätze gleicher Art stattfinden und von dem er auf Grund des Gesetzes der großen Zahl annehmen darf, daß sich auch Käufer finden, wenn er einmal mit seinem Papier an diesen Markt herantritt. Der beste bisher erprobte derartige Markt ist die Börse. Einmal, weil sie, wie wir sahen, wirklich der breiteste vorhandene Markt mit den größten Umsätzen ist; zum andern weil sich der Effektenbesitzer jederzeit von seinem Vorhandensein, von den dort getätigten Umsätzen und den erzielten Preisen durch Augenschein, Kurszettel und Zeitung überzeugen kann.

Die Börsenumsätze sind also Voraussetzung für die tatsächliche Mobilisierung des immobilen Kapitals, während sie andererseits z. T. erst durch die vermehrte Kapitalbereitstellung im Vertrauen auf die spätere Mobilisierung zustande kommen. Daher fallen auch die Schaffung von Effekten und die Gründung von Effektenbörsen zeitlich zusammen.

Diese Mobilisierung, die auch für Freiverkehrswerte gilt, findet in verstärktem Maße beim amtlichen Handel statt. Künstlich kann sie noch durch Intervention gesteigert werden.

Daneben spielt auch das psychologische Moment bei der Kapitalbereitstellung eine Rolle, so z. B. die Aussicht auf Kursgewinne und hohe Dividenden im Aufschwung.

Diese Funktion der Effektenbörse bezeichnen Halm, Kalveram und Wrede[128] als die wichtigste. Hierin gehen sie einig mit Reichsminister Funk, der in seinem oben zitierten Ausspruch der Börse innerhalb der völkischen Wirtschaft die Aufgabe zuweist, die jederzeitige Realisierbarkeit der Effekten zu sichern. Diese ihre Eigenschaft ist es auch

---

[127] Halm, a. a. O., S. 152.

[128] a. a. O.

vor allem, deretwegen man an führender Stelle die Abschaffung der Börse im heutigen Staat nie ernstlich erwogen hat, zumal auch die Placierung der Reichsanleihen dadurch wesentlich erleichtert worden ist. Das erkennt selbst Oberascher an, der sonst mit seiner scharfen Kritik an der Börse nicht zurückhält.

Zeiten, in denen die Börse verboten war, wie die Kriegszeit und die Periode nach der Bankenkrise, haben immer wieder gezeigt, daß sich wohl eine Zeitlang Neuemissionen vermeiden ließen, daß man — allerdings unter gewissen Nachteilen — zeitweilig selbst auf die Feststellung und Veröffentlichung eines einheitlichen Preises verzichten konnte, daß dagegen eine Umsatzstelle für Effekten schlechthin unentbehrlich war, besonders in bewegten Zeiten (gerade in diesen war die Börse geschlossen), wo mancher plötzlich in Geldschwierigkeiten kam und seine zu Anlagezwecken erworbenen Wertpapiere veräußern mußte. Mit nahezu naturgesetzlicher Notwendigkeit haben sich daher in solchen Zeiten stets nach anfänglichem Telephonverkehr illegale Börsen gebildet, die die Effektenumschichtung notdürftig besorgten.

Man hat daraus gelernt und im gegenwärtigen Kriege von einer Schließung der Börsen abgesehen. Dies konnte man um so ruhiger tun, als in Deutschland heute unvernünftige Kursreaktionen nicht mehr zu befürchten sind — einmal, weil das deutsche Volk Vertrauen zu der politischen Führung hat, zum andern, weil einem autoritären Staat genügend andere Mittel zur Verfügung stehen, um Kursstürze zu verhindern.

Besondere Bedeutung hat die Liquiditätsfunktion der Börse heute für die Steuergutscheine. Denn die meisten Unternehmungen haben sie nicht käuflich erworben, um Überschüsse darin anzulegen, sondern erhalten sie für Lieferungen oder Leistungen in Zahlung und sind gezwungen, sie zur Erfüllung ihrer eigenen Verbindlichkeiten zu verwenden. Eine restlose Wieder-Inzahlunggabe ist aber häufig nicht möglich — sei es, daß es sich um einen lohnintensiven Betrieb handelt, daß der Unternehmer sich seine Lieferanten nicht verärgern will usw. —. Ihm bleibt dann nichts anderes übrig als ein Verkauf an der Börse.

Da nun die Liquidierbarkeit der Wertpapiere wesentlich von den Umsätzen abhängt, hat die bereits eingehend behandelte Umsatzschrumpfung der Börse zwar auch diese ihre Funktion beeinträchtigt. Wrede hält dagegen g r u n d s ä t z l i c h die Liquidisierungsaufgabe der Börse auch heute noch in vollem Umfange für gegeben.

Die mit Hilfe der Liquidisierung des Effektenbesitzes durch die Börse bewirkte Förderung der Kapitalbereitstellung hat indessen stark an Bedeutung verloren, weil die Hortung von Bargeld heute nur noch eine Einzelerscheinung ist und die bei Kreditinstituten angelegten Mittel ohnehin an die Wirtschaft — teils sogar in Effektenform — weiterfließen. Diese indirekte Kapitalanlage durch die Kreditinstitute ist besonders wehrwirtschaftlich unerwünscht, weil das Publikum nicht an den Effektenbesitz gebunden ist.

b) Die Anlage von Liquiditätsreserven in Effekten

Das börsengängige Wertpapier als Repräsentant der Mobilisierung des immobilen Kapitals ist damit zum Bindeglied zwischen Kapitalmarkt

und Geldmarkt geworden. Durch seine jederzeitige Realisierbarkeit ermöglicht es dem Käufer, nicht nur Ersparnisse, sondern auch Geldmarktmittel[129] — also seine Liquiditätsreserven — in Wertpapieren anzulegen. Hierdurch werden dem Kapitalmarkt aus dem Geldmarkt ganz erhebliche zusätzliche Mittel zugeführt, so daß die Investitionsbedürfnisse der Wirtschaft ohne Rücksicht auf das schwerfällige Tempo der Kapitalbildung sofort befriedigt werden können[130]. Es ist dann allerdings gut, wenn das einzelne Wertpapier in absehbarer Zeit durch neugebildetes Kapital abgelöst wird, damit die Spekulation die Hände wieder für neue Emissionen frei bekommt.

Für den Effektenbesitzer verbindet sich bei der Anlage seiner Liquiditätsreserven in Effekten der Vorteil der jederzeitigen Realisierbarkeit mit einer relativ hohen Verzinsung. Unter Umständen kommt sogar noch ein Kursgewinn hinzu; doch wird diese Chance durch die Gefahr des Kursverlustes kompensiert. Wrede[131] spricht daher von der Umwandlung des Liquiditätsrisikos in ein Wertrisiko. Das ist jedoch nur bedingt richtig, da ein hohes Wertrisiko zugleich wieder ein Liquiditätsrisiko in sich schließt. So ist z. B. ein größeres Aktienpaket stets verhältnismäßig illiquide.

Die Börse ist also die Liquiditätsgarantin der Wirtschaft. Das Merkwürdige ist, daß es dabei nie zu einem effektiven Umsatz des betreffenden Stücks zu kommen braucht. Besonders in ruhigen Zeiten genügt schon das Vorhandensein der Börse, um die Liquidität zu verbürgen; in bewegten Zeiten mehren sich dagegen die tatsächlichen Umsätze.

Durch diese Kredittransformation ermöglicht die Börse eine weitere Bereitstellung nennenswerter Kapitalien an die produktive Wirtschaft.

Entsprechend dieser seiner Eigenschaft nimmt das börsengängige Wertpapier auch im *Rechtsleben* eine Sonderstellung ein, besonders im Sicherungs- und Pfandrecht. Es ist reportfähig, kann — soweit es sich um Rentenwerte handelt — bei der Reichsbank lombardiert werden; bei der Befriedigung aus einem Pfandrecht oder einem kaufmännischen Zurückbehaltungsrecht ist nicht der umständliche Weg über den Gerichtsvollzieher erforderlich, sondern das Papier kann an der Börse verkauft werden. Wegen dieser beschleunigten Befriedigungsmöglichkeit werden auch die gegen börsengängige Wertpapiere gewährten Darlehen von den Banken als äußerst liquide angesehen. Dabei gibt es natürlich Gradunterschiede je nach der Gängigkeit des Papiers.

c) Das Ende der Liquidität

Bei einem einigermaßen normalen Wirtschaftsverlauf erweist sich also die Anlage von Liquiditätsreserven in börsengängigen Wertpapieren als ersprießlich für Anleger und Emittenten.

Ernste Probleme ergeben sich jedoch in Zeiten außerordentlicher Geldmarktanspannung — sei es, daß die Effektenbesitzer alle zu gleicher

---

[129] Ob diese Geldmarktmittel eigene sind oder aus Krediten stammen, spielt volkswirtschaftlich keine Rolle, da sie dann ja Geldmarktmittel des Kreditgebers darstellen.

[130] Göppert, a. a. O., S. 31.

[131] a. a. O., S. 136 ff.

Zeit Bargeld benötigen, z. B. in der Krise der Konjunkturbewegungen, um ihre Schulden zu bezahlen, oder bei umfangreichen Effektenkreditkündigungen[132]; sei es, daß infolge politischer oder wirtschaftlicher Ereignisse eine Panik einsetzt (Krieg). Bei den Banken sind solche „runs" — die sich bei ihnen vorwiegend in Form von Abhebungen bemerkbar machen — gefürchtet. Die Banken greifen in solchen Fällen sofort auf ihre Liquiditätsreserve — die Effektenkredite — zurück und verursachen damit umfangreiche Verkäufe.

In beiden Fällen steht ein Überangebot an Effekten an der Börse einer ganz geringen — unter Umständen gar keiner — Nachfrage gegenüber. Die Kurse verzeichnen katastrophale Stürze, und der Effektenbesitzer kann seine Liquiditätsreserve entweder überhaupt nicht oder nur unter empfindlichem Verlust realisieren, so daß der Erlös oft nicht einmal zu dem Zweck ausreicht, für den er sie bestimmt hatte.

Soll nun deshalb, weil die Gefahr eines solchen runs besteht, die Anlage von Liquiditätsreserven in Wertpapieren unterbleiben?

An und für sich sind solche Fälle ja verhältnismäßig selten.

Sofern lediglich eine P a n i k der Grund ist, ist das beste Bekämpfungsmittel eine Schließung der Börsen, um das Publikum vor Unbesonnenheiten zu bewahren Eine solche Maßnahme hat allerdings den Nachteil, daß derjenige, der wirklich G e l d braucht, auch keine Realisierungsmöglichkeit findet. Vor allem hat sie eine Unzahl von Weiterungen — z. B. Moratorien — im Gefolge, deren Einrenkung oft Jahre in Anspruch nimmt und die uns noch aus dem Weltkrieg unliebsam in Erinnerung sind.

Ist akuter allgemeiner Geldbedarf Ursache des runs, so wird es darauf ankommen, ob dieser Geldbedarf nur ein v o r ü b e r g e h e n d e r ist. In diesem Falle wäre großzügige offene Marktpolitik das Gegebene, da ja die zusätzlich gedruckten Noten bald zurückströmen und die von der Notenbank aufgekauften Effekten bald wieder im Publikum untergebracht werden können.

Am schwierigsten ist die Lösung, wenn der sich in den Effektenverkäufen äußernde Geldbedarf d a u e r n d e r Art ist.

Kompliziert werden die Verhältnisse noch dadurch, daß ja meist nicht nur ein run auf den Wertpapiermarkt, sondern gleichzeitig auch auf die Bankdepositen, den Diskont und Lombard der Reichsbank usw. stattfindet. Vor allem ist der Vertrauensschwund, den ein Nichtfunktionieren der Börse zur Folge hat, immer schwer wieder wettzumachen.

So wurden vor dem Kriege Börseneffekten und -kredite als liquideste Anlage angesehen. Die Börsenschließung hat sie jedoch immobil gemacht[133].

In der heutigen gelenkten Wirtschaft dagegen werden sich Vorbeugungsmaßnahmen treffen lassen, so daß es gar nicht erst zu einem run größeren Ausmaßes kommt. Denn genau wie sich für die Liquidität

---

132 z. B. infolge einer Kreditinflation.

133 Walb: Die Börsenschließungen und das Wiederingangbringen der Börsengeschäfte im Verlauf des Weltkrieges. In „Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung", 1931, S. 393.

der Banken Erfahrungssätze ergeben haben, deren Einhaltung das Eintreten der Zahlungsunfähigkeit so gut wie ausschließt, gibt es auch für die Gesamtwirtschaft Grenzen, über die hinaus die Anlage von Geldmarktmitteln in Effekten von Übel ist. Das trifft besonders zu, wenn diese Mittel Krediten entstammen. Die Errechnung solcher Zahlen allerdings ist sehr problematisch, weil ja nicht alle Personen und Gesellschaften Bilanzen veröffentlichen und selbst hierbei die Zurechnung noch schwierig ist.

Andererseits wirken sich künstliche Maßnahmen wie eine Besteuerung der Spekulationsgewinne auch wieder zum Nachteil der Liquidität des Effektenbesitzes aus.

Lansburgh[134] jedenfalls entscheidet, man würde den Effektenkapitalismus seiner wichtigsten Stütze berauben, wollte man die Liquiditätsreserven von der Börse fern halten.

2. Die Förderung der Geldkapitalbildung durch die Börse

a) Die Grundlagen der Kapitalbildung

Auch durch Steigerung der Geldkapitalbildung wird die Börse in die Lage versetzt, der Wirtschaft verstärkte Finanzierungsmittel zuzuführen. Es ist daher zu untersuchen, ob und auf welche Weise die Börse die Kapitalbildung fördern kann.

Der Umfang der jeweiligen Kapitalbildung[135] ist nun einmal von rechenhaften Größen, zum andern von einem psychologischen Faktor, dem Sparwillen, abhängig.

Die rechenhaften Größen sind vornehmlich: Einkommen, Lebenshaltungskosten und Steuerlast (oder bei Unternehmungen: Ertrag und Kosten einschl. Steuerlast).

Doch hängt es ganz von dem Sparwillen ab, ob die Differenz von Einkommen, Lebenshaltungskosten und Steuerlast gänzlich gespart oder teilweise bzw. ganz konsumtiven Zwecken („Luxus") zugeführt wird[136]. Der Sparwille wiederum wird bestimmt durch die Ertragsaussichten, durch politisch-ethische Argumente, durch den Volkscharakter, durch das Vertrauen in die Währung und durch die Notwendigkeit der Sorge für die Zukunft.

Hinsichtlich der Beeinflußbarkeit des Sparwillens ist zu unterscheiden nach dem Sparzweck: Wird mit dem Ziel der Kapitalverwendung gespart (Beispiele siehe S. 48), so ist der Grad der Kapitalbildung ziemlich unelastisch. Erfolgt dagegen das Sparen zum Zwecke der Einnahmenerzielung, so ist eine wesentliche Beeinflussung möglich.

b) Die Einflußmöglichkeiten der Börse insbesondere

Die Effektenumsätze als solche sind für die Kapitalbildung bedeutungslos.

---

134 a. a. O., S. 82.

135 Es kann sich hier selbstverständlich nur um die freiwillige Kapitalbildung, nicht dagegen um eine „Zwangskapitalbildung" durch Einfrieren von Krediten handeln.

136 Jessen, a. a. O., S. 62 und 98.

Das Gebiet, auf dem die Börse die Kapitalbildung beeinflussen kann, ist einmal das Einkommen, vor allem aber der Sparwille über die Ertragsgestaltung.

Die Beeinflussung der Kapitalbildung über das *Einkommen* leitet sich daraus her, daß die Kapitalbildung um so größer ist, je asozialer die Einkommensverteilung. Die Spekulationsgewinne schaffen in diesem Sinne wenige hohe Einkommen, die zum großen Teil der Kapitalbildung dienen. Nicht jedoch die Einkommen an sich sind schon Kapitalbildung, wie vielfach angenommen wird[137].

Die *Ertragsgestaltung* drückt sich einmal aus in der Rendite. Die Nominalverzinsung wird freilich vom Aussteller festgesetzt; doch ergibt sich die Effektivverzinsung ja erst aus einem Vergleich der ersteren mit dem Kurse, und dieser wird an der Börse bestimmt.

Während die Börse nun in dieser Richtung nur modifizierend wirkt, schafft sie auf der anderen Seite neue Erträge: die Kursgewinne. Die Möglichkeit der Erzielung solcher Differenzgewinne wirkt anregend auf den Sparwillen und damit auf die Kapitalbildung[138]. (Daß diese Gewinne tatsächlich meist durch Verluste kompensiert werden, tut in diesem Zusammenhang nichts zur Sache.)

Die Börse ist daher von Lansburgh[139] als ein unentbehrliches und zugleich das sichtbarste Zubehör der Kapitalbildung bezeichnet worden. Zwingend ist dieser Erfolg allerdings nicht[140], da die durch die Spekulation geschaffene Beunruhigung auch manchen Sparer abschreckt.

Der Einfluß der Börse erstreckt sich dabei lediglich auf die Geldkapitalbildung, da das im Wege der Selbstfinanzierung gebildete Realkapital nicht über die Kreditmärkte geht.

Zwar wird derjenige, der es vor allem auf Spekulationsgewinne absieht, die Wertpapiere nicht zu Anlagezwecken erwerben, sondern vorübergehend nicht benötigte Betriebsmittel zum Ankauf verwenden, um die Papiere bei nächster Gelegenheit wieder abzustoßen. Es erfolgt hier also gewissermaßen eine „Vorfinanzierung" mit Geldmarktmitteln, ja sogar teilweise mit zusätzlichem Kredit, die — sofern es sich um Neuemissionen handelt — bald durch neugebildetes Kapital abgelöst werden muß, wenn nicht eine Divergenz zwischen Sparrate und Investitionsrate eintreten soll. Dieser Prozeß vollzieht sich in gewissem Grade automatisch. Bei zu geringem Geldkapitalangebot sinken auf die Dauer die Kurse, dadurch steigt die Rendite, die Kapitalbildung wird angeregt, und das neu gebildete Kapital löst den Spekulanten ab. Andererseits kann — wie wir sahen — auch eine Hausse stimulierend auf das Anlagepublikum wirken[141]. Doch wird dies meistens auch durch höhere Dividenden ge-

---

137 Prion: Börsen — wozu? S. 45.

138 „. . . so hat die Börse . . . die . . . volkswirtschaftliche Funktion, diesen Spieltrieb für den Aufbau der Volkswirtschaft durch Heranziehung des Kapitals . . . zu ermöglichen." (Göppert, a. a. O., S. 31.)
Dieser Faktor wirkt natürlich in gleicher Weise auf die Kapitalbereitstellung. S. hierzu auch Gunzert, a. a. O., S. 60.

139 Braucht die Wirtschaft eine Börse? (Die Bank, 1933, S. 1437.)

140 Kalveram, a. a. O.

141 Gunzert, a. a. O., S. 58.

rechtfertigt. Die anregende Wirkung der Börse kann also auch indirekt erfolgen, wenn der Spekulant nicht mit dem Sparer identisch ist.

Cassel[142] ist allerdings der Meinung, daß bei der Neuemission von Aktien immer „frische Ersparnisse" in Anspruch genommen werden. Er stellt hier — wie es vielfach in der Theorie geschieht — den Idealzustand als Faktum hin.

Da nun bekanntlich der Nationalsozialismus das Spekulantentum ablehnt, so fragt Oberascher[143] mit Recht, wodurch dann die Reizwirkungen der Spekulation für die Kapitalbildung ersetzt werden sollen.

Kalveram ist der Ansicht, daß die Börse auch dadurch, daß sie zur Mobilisierung des inmobilen Kredits beiträgt, indirekt die Kapitalbildung anregt. Er meint hier zweifellos die Realkapitalbildung, die in der Tat über die Kapitalbereitstellung durch die Liquidität angeregt wird. Denn warum durch die Liquidität der Anlage die Geldkapitalbildung gefördert werden sollte, wäre nicht ersichtlich.

c) Die Kapitalbildung im Wandel der Zeiten

Auch der fördernde Einfluß der Börse hat aber — im Gegensatz zur Ansicht Lansburghs[144] — abgesehen von einem kurzen Aufschwung in der Scheinblüte auf die Dauer einen starken Rückgang der Kapitalbildung in der Nachkriegszeit nicht verhindern können, da die rechenhaften Faktoren der Kapitalbildung die ausschlaggebenden sind und in den Krisenjahren das Volkseinkommen erheblich gesunken, Steuerlast und Preisniveau dagegen z. T. gestiegen sind.

Die wichtigste Einkommenart, die zur Kapitalbildung Verwendung findet, sind Zinsen. Gerade diese sind infolge der Entschuldung anläßlich der Inflation bedeutend zurückgegangen[145]. Hierbei spielte mit, daß die übertrieben sozialistische Wirtschaftspolitik in der Systemzeit es vielfach gar nicht erst zu sparfähigen Überschüssen kommen ließ.

In den unmittelbaren Nachinflationsjahren dienten die Überschüsse zunächst vorwiegend der Wiederauffüllung der Kassenreserven.

Dementsprechend betrug der Kapitalzuwachs, der über die Kreditmärkte lief, im Jahre 1936 nur noch 2,6 Milliarden gegenüber 8—8,5 Milliarden Mark im Jahre 1913[146] und rund 5—6 Milliarden Mark im Durchschnitt der Jahre 1925—30. Die Zahlen erscheinen hier noch verhältnismäßig hoch, da hierin ein großer Teil rein geldwirtschaftlicher Vorgänge enthalten ist. 1938 ist er dann entsprechend dem höheren Volkseinkommen wieder auf 7,8 Milliarden Mark gestiegen[147]. Am geringsten war der Kapitalzuwachs vor 1933, da hier noch der Mangel an Vertrauen infolge der schlechten Erfahrungen hinzukam.

Auch nach der Machtergreifung konnte die Kapitalbildung mit der Wirtschaftsbelebung nicht gleichen Schritt halten, weil die neuen Ein-

142 Skandinaviska Kreditaktiebolaget, April 1929.
143 a. a. O.
144 a. a. O., S. 43.
145 Reichardt, a. a. O.
146 Jessen a. a. O.
147 Bankarchiv 1939, S. 370 ff.

kommen zuerst in die Schichten der kleinen Verdiener flossen und diese hiervon erst einmal die dringend erforderliche Erhöhung ihres Lebensstandards vornahmen[148].

Ungenügende Kapitalbildung bedeutet aber gleichzeitig Kapitalverzehr; denn die vorhandenen Anlagen nutzen sich laufend ab. Kapitalbildung ist daher eine volkswirtschaftliche Notwendigkeit. Ganz besonders aber angesichts der Aufrüstung und des Vierjahresplanes und heute des Krieges. Will man daher nicht zu einer staatlichen Kapitalbildung übergehen (Steuern), was bereits teilweise der Fall ist, so muß die private Kapitalbildung mit allen Mitteln gefördert werden.

Allerdings besteht auch für die Kapitalbildung ein Optimum, bei dessen Überschreitung keine Produktionssteigerung mehr möglich ist, da das Kapital immer in einem harmonischen Verhältnis zu den übrigen Produktionsfaktoren stehen muß.

Dadurch, daß nunmehr der Spekulation Grenzen gesetzt sind, ist auch die Bedeutung der Aktie als des klassischen Spekulationspapiers für die Kapitalbildung zurückgegangen. Oberascher hält trotzdem ein stärkeres Interesse für die Aktie in Zukunft für möglich unter der Voraussetzung, daß das spekulative Versprechen des Wertzuwachses keine Rolle mehr spielt. Auf keinen Fall aber sei der kleine Sparer wieder für den Aktienmarkt zu interessieren, weil es gerade für ihn auf einen gesicherten, wenn auch geringen Ertrag ankommt.

Auf lange Sicht gesehen, muß allerdings die Geldkapitalbildung mit steigender Ausschaltung der Kleinbetriebe ständig wachsen, da der nunmehr ins Angestelltenverhältnis gerückte gewerbliche Mittelstand für sein Alter sorgen muß und die Ersparnisse, die früher ins eigene Geschäft gesteckt wurden, jetzt über die Kreditmärkte laufen[149].

Jedenfalls aber ist das Vertrauen in die Wirtschaftsstabilität — insbesondere die der Währung —, das die Grundvoraussetzung für jede Kapitalbildung bildet, heute zurückgekehrt.

Im gegenwärtigen Kriege findet sogar eine verstärkte Kapitalbildung statt, da die Konsummöglichkeiten sehr eingeschränkt sind.

Hier treffen wehrwirtschaftliche Notwendigkeit und Möglichkeit glücklich zusammen.

II. Die Börse als Regulator des Kapitalpreises

A. Der Börsenkurs als Preis für Gläubiger- und Beteiligungsrechte

1. Die Bedeutung der Effektenbörse für die Preisbildung

Das Ideal des einheitlichen Preises ist bei dezentralisierten Märkten nie voll verwirklicht. Bei Waren kommt noch hinzu, daß eine restlose Fungibilität — besonders bei Agrarprodukten — kaum möglich ist, weil sich die Natur nicht in ein Schema pressen läßt. Bei agrarischen Märkten bildet sich daher statt e i n e s Preises meist ein Preisspanne heraus.

---

148 Schacht, a. a. O., S. 48 f.
149 Lansburgh, die Börse, S. 23.

Vor allem aber ist der gewöhnliche Markt zu unübersichtlich. Die Anbieter eines Produktes stehen meist verstreut, und es ist schlechthin unmöglich, daß jeder Käufer zuvor bei jedem Anbietenden Rückfrage hält.

Aber selbst angenommen, es bilde sich ein einheitlicher Preis, so ist dieser doch infolge der Kleinheit des Marktes vielen zeitlichen Schwankungen unterworfen. Ein stoßweise verstärktes Angebot wird gleich einen erheblichen Preisdruck hervorrufen, da die Käufer auf eine Eindeckung über den laufenden Bedarf hinaus nicht eingestellt sind. Eine vorübergehende Stockung dagegen läßt sofort die Kingsche Regel zur Wirkung kommen. Hinzu kommt, daß der einzelne Markt verhältnismäßig isoliert dasteht, so daß sich wohl für einen Ort ein Einheitspreis herausbilden kann, dieser aber unter Umständen von den Preisen an den übrigen Märkten kraß differiert.

Die Folge hiervon ist, daß nicht nur an den einzelnen Märkten vielfach volkswirtschaftlich falsche Preise bezahlt werden, sondern daß eine allgemeine Unsicherheit entsteht, so daß bei außermarktmäßigen Umsätzen nicht selten dem Unkundigen bewußt falsche Preise berechnet werden.

Aufgabe der Effektenbörse als eines straff zentralisierten Marktes ist es daher, d e n Preis zu finden, der der allgemeinen volkswirtschaftlichen — möglichst weltwirtschaftlichen — Lage am besten entspricht, macht doch bei den ungeheuren Umsätzen schon eine geringe Preisabweichung große Summen aus[150]. Wir müssen daher zunächst untersuchen, wie denn dieser Preis beschaffen sein muß.

Während nun die Warenbörse lediglich zur Verbesserung der Preisbildung beiträgt, macht die Effektenbörse einen einheitlichen Kapitalpreis überhaupt erst m ö g l i c h , weil sie der einzige konkrete Effektenmarkt ist.

2. Die Komponenten des Börsenpreises

Nach der klassischen Theorie (Ricardo—Cassel) ist der Preis einer Ware gleich den Produktionskosten, modifiziert durch Angebot und Nachfrage. Bei Wertpapieren gibt es aber keine Produktionskosten (abgesehen von Papier und Druck). Da nun ein Wertpapier nur ein „representative" ist, haben Wissenschaft und Praxis seinen „inneren Wert" an die Stelle der Produktionskosten gesetzt.

a) Komponenten des „inneren Wertes"

Der Hauptfaktor, der den inneren Wert bestimmt, ist die kapitalisierte *Effektivverzinsung*[151], wobei selbstverständlich eine etwaige Risikoprämie in Abzug gebracht werden muß. Ein Problem ergibt sich hier bei der Wahl des Kapitalisierungsfaktors, der ja wiederum von der Verzinsung der Rentenpapiere mit bestimmt wird.

---

150 Argentarius: Briefe eines Bankdirektors an seinen Sohn, 4. Bd., S. 70.

151 Hierzu gehört die gesamte „Ausstattung", die von den Fachleuten mit Routine in Geld umgerechnet wird.

Typisch für die Börse ist nun, daß sie nicht nur die bisherigen Erträge zur Grundlage nimmt, sondern bereits die wahrscheinliche Rendite der kommenden Jahre vorauseskomptiert. Die Zuverlässigkeit solcher Schätzungen hat natürlich Grenzen.

Dabei braucht der innere Wert eines Papiers nicht konstant zu sein; denn eins seiner Hauptbestimmungsmomente, der Kapitalisierungsfaktor, ändert sich mit den Konjunkturschwankungen.

Bei Beteiligungseffekten können jedoch verschiedene Gründe dazu führen, daß die ausgeschüttete *Dividende* der Ertragslage des Unternehmens *nicht entspricht*.

Z. B. führt eine vorsichtige Geschäftspolitik immer zur Ansammlung von Reserven auf Kosten der Dividenden. Ferner ist das Unabhängigkeitsbestreben des Vorstandes einer Kapitalgesellschaft nicht selten die Ursache zur Selbstfinanzierung bei der Erstellung neuer Anlagen; denn hierzu braucht er nicht die Genehmigung der Aktionäre und vermeidet das Risiko, für die Finanzierung der Anlage einen Zins entrichten zu müssen, den sie in der Anlaufzeit nicht wieder hereinbringt.

Waren es also bis zum Umbruch nur privatwirtschaftliche Gründe, die zur Kürzung der Dividenden führten, so haben seit 1934 staatliche Maßnahmen hier einen nicht unwesentlichen Einfluß ausgeübt.

Unmittelbar auf die Dividenden wirkte sich das Anleihestockgesetz (nebst Kapitalanlagegesetz) aus, das die Barausschüttung höherer Dividenden als 6 (8)% verbot. Zwar geht den Aktionären der dem Anleihestock zugeführte Anteil nicht verloren; aber wie schon Böhm—Barwerk festgestellt hat, schätzt der Mensch Gegenwartsgüter immer höher als Zukunftsgüter[152]. Sofern dagegen, um eine Abführung von Gewinnen an die Golddiskontbank zu vermeiden, diese zur Reservebildung bzw. Selbstfinanzierung verwendet worden sind, wirkt sich das Gesetz nur mittelbar auf die Dividenden aus.

Der Hauptgrund, der in letzter Zeit eine verstärkte Selbstfinanzierung verursacht hat, ist jedoch die Emissionssperre.

Andererseits kann auch die Dividende wohl der augenblicklichen Ertragslage des Unternehmens entsprechen, aber zu den künftig zu erwartenden Erträgen in Widerspruch stehen. Das war z. B. der Fall in der Inflation und in den ersten Stabilisierungsjahren, die durch Dividendenlosigkeit gekennzeichnet waren[153].

Nach erfolgter Selbstfinanzierung repräsentiert die Aktie ein erheblich höheres Vermögen, als ihr Nominalwert anzeigt, und dies wird auch im Kurs seinen Ausdruck finden. Der zweite Faktor, der den inneren Wert eines Beteiligungspapiers bestimmt, ist daher das *Vermögen*, das es repräsentiert. Auch hier sind Übertreibungen möglich (Substanz-

---

152 Diese Wirkung war übrigens auch beabsichtigt und nicht, wie vielfach angenommen wird, nur Nebenwirkung. — Nachdem jedoch die Kurse und Umsätze der Aktien stärker als erwünscht gesunken sind, entfällt sein Zweck, und die Reichsregierung hat daher, nachdem das Anleihestockgesetz bereits von privater Seite als überholt bezeichnet worden war (Bankarchiv 1939, S. 393 ff.), nunmehr seine Nichterneuerung in Aussicht gestellt.

153 Lewinsohn und Pick. Sinn und Unsinn der Börse, 1933.

psychose). Vor allem ist problematisch, ob man das Vermögen zum Liquidationswert oder unter der Voraussetzung der Fortführung des Betriebes bewerten will.

Endlich spielt auch das Stimmrecht noch eine gewisse Rolle (Sperrminorität[154], mehrstimmige Aktien, stimmrechtslose Vorzugsaktien).

Prion[155] schreibt sogar der *Marktgängigkeit* eines Papiers einen Einfluß auf seine Kursbildung zu.

b) Angebot und Nachfrage

Angebot und Nachfrage haben nun wieder die verschiedensten Bestimmungsgründe. Einer von ihnen ist die Flüssigkeit des Kapitalmarkts, weiter steuerliche Belastungen, Lage des Geldmarkts[156], Kreditpolitik der Banken, Konjunktur- und Saisonschwankungen, Rostoffpreise, Auslandskredite (1926/27). Endlich spielt das Vertrauen zur politischen Führung und in die Sicherheit der Währung eine entscheidende Rolle. Auch kann verstärkte Nachfrage nach einem bestimmten Papier sich zugleich auf die Kursbildung verwandter Werte auswirken.

Angebot und Nachfrage sind jedoch nicht nur Ursache, sondern selbst wieder Funktion der Kursbildung.

3. Voraussetzungen zur Sicherstellung eines volkswirtschaftlich gerechtfertigten Börsenpreises

a) Ein breiter Markt

Wie wir bereits oben sahen, genügt es nicht, daß irgend ein Einheitspreis an der Börse gebildet wird, sondern dieser Preis muß auch durch den inneren Wert des Papiers gerechtfertigt sein und zugleich den Angebots- und Nachfrageverhältnissen des National- bzw. Weltmarktes entsprechen. Die letztere Forderung — und angeblich auch die erste — wird am besten erfüllt, wenn man das Gesetz der großen Zahl zur Wirkung kommen läßt, indem man einen möglichst breiten Markt schafft. Denn hierdurch werden zeitliche Zufälligkeiten und lokale Verschiedenheiten weitgehend ausgeschaltet. So sagt schon die Börsen-Enquête-Kommission in ihrem Bericht 1893, daß „diese Konzentration der Käufer und Verkäufer die sicherste Gewähr für die richtige Bewerthung der Waaren bildet" (S. 8). Lewinsohn und Pick[157] allerdings bestreiten dies auf das entschiedenste.

Die Faktoren, welche zur Marktverbreiterung an der Börse beitragen, sind bereits im ersten Kapital eingehend geschildert worden, da Marktbreite die wesentliche Voraussetzung für sämtliche Grundfunktionen der Börse ist.

Einige dieser Faktoren haben nun neben der Marktverbreiterung noch einen unmittelbaren — leider meist störenden — Einfluß auf den Börsenpreis, der die Erwägung erforderlich macht, ob der Vorteil der Marktverbreiterung für die Preisbildung diese Nachteile aufwiegt.

---

154 Es sollen hierfür nach Walb (Kapitalverbrauch, S. 381) Kursdifferenzen bis zu 43 Punkten gezahlt worden sein.

155 Börsen — wozu?, S. 81.

156 Letztere wird von Kahl (a. a. O.) als Bestandteil des inneren Werts bezeichnet.

157 a. a O., S. 291.

Die Publikumsspekulation

Jedes Kauf- bzw. Verkaufsangebot an der Börse wirkt zu seinem Teil auf den Börsenpreis ein. Diese Wirkung ist jedoch nicht bei allen Geboten gleich stark: extreme Werte können selbst bei geringer Menge stark den Kurs beeinflussen. Da nun der Laienspekulant nicht in der Lage ist, die Wirtschafts- und Marktverhältnisse genügend zu überschauen, gibt er sein Gebot häufig auf Grund von Erwägungen ab, die einer wirtschaftlichen Logik entbehren. Schon durch seine Mitläufereigenschaft[158] steigt der Gelegenheitsspekulant bei steigenden Kursen ein und bei fallenden aus und hilft damit die Kursausschläge noch verstärken. Hinzu kommt, daß das Publikum meist einseitig à la hausse spekuliert.

Es besteht daher die Gefahr, daß die Laienspekulanten durch ihre Unwissenheit und Leichtgläubigkeit die Preisbildung verfälschen[159].

Die Berufsspekulation

Im Interesse einer geschlossenen Behandlung dieses Problems sind die direkten Einwirkungen der Berufsspekulanten auf die Preisbildung bereits weiter oben diskutiert worden; sie seien daher hier nur noch einmal kurz angedeutet:

Als Vorteil ergibt sich, daß der Berufsspekulant meistens mit umgekehrten Vorzeichen spekuliert wie das Publikum und dadurch zum Ausgleich der Kurse beiträgt.

An Nachteilen sind zu nennen:

1. Der Spekulant neigt zu Übertreibungen.
2. Die Spekulanten können durch Verbreitung von Gerüchten und Monopolisierung einer Marktseite bewußt den Kurs verfälschen. Diese Gefahr besteht vor allem dann, wenn der Spekulanten wenige sind[160].
3. Tritt der von den Spekulanten erhoffte Kursumschwung später ein, als erwartet, so können weniger finanzkräftige Spekulanten ihre Engagements nicht durchhalten und müssen bei steigenden Kursen kaufen bzw. bei fallenden verkaufen. Das Gleiche gilt, wenn Bankkredite, die zur Finanzierung von Spekulationen dienen, vorzeitig gekündigt werden; in beiden Fällen erfolgt eine Verstärkung der Kursausschläge.

Ähnlich wie die Spekulation wirkt sich auch die internationale Arbitrage auf die Kurse aus. Grundsätzlich nivelliert sie das Kursniveau der Welt; wegen des stark spekulativen Charakters des ausländischen Kapitals bringt sie aber zugleich eine Verstärkung der kurzfristigen Schwankungen mit sich, während die „langen Wellen" wieder gemildert werden.

Der Totalitätsanspruch der Börse

Der Verkauf von Konzernbeteiligungen ist überhaupt fast nur außerbörslich möglich, da derartig große Aktienpakete, auf der Börse

---

158 Lansburgh: „Herdencharakter."

159 Schumacher, H.: Die Stellung der Börse in der Volkswirtschaft, Mitt. d. I- + HK Berlin, Beilage zu Nr. 7 vom 10. 4. 1927.

160 Prion, W.: Börsen — wozu? S. 29.

angeboten, einen katastrophalen Kurseinbruch zur Folge haben würden. (Z. Zt. stehen 30% aller Aktien als Beteiligungen in den Bilanzen von Aktiengesellschaften[161].) In neuerer Zeit sind besonders durch Judenverkäufe größere Aktienpakete in Bewegung gesetzt worden.

Das Hauptargument, das gegen die Konzentrierung sämtlicher Ordres auf den Kursmakler angeführt wird, ist, daß ja doch nur die Spitzen den Kurs bestimmen. Das ist schon richtig; aber wenn überhaupt nur die Spitzen am Markt sind, ist es leichter, den Kurs zu manipulieren.

Termingeschäft und Bankkredit

Das sehr reagible Termingeschäft kann in bewegten Zeiten leicht zur Verschärfung der Kursschwankungen führen — ja vielfach wird ihm sogar eine kurstreibende Wirkung vorgeworfen — zumal es durch seine bequeme Handhabung die Teilnahme von Nichtfachleuten erleichtert. Eine gewisse Beschränkung ist daher notwendig, und Prion hat demgemäß ermittelt, daß seit der gesetzlichen Einschränkung des Terminhandels 1896 die Kursschwankungen am Terminmarkt geringer sind als am Kassamarkt.

Lansburgh[162] glaubt, daß die kursbeunruhigende Wirkung von der durch das Termingeschäft bewirkten Marktverbreiterung kompensiert werde.

Die Reports, Lombards usw. andererseits bergen die Gefahr in sich, daß die Banken durch Ausweitung bzw. Restriktion ihrer Kredite das Kursniveau bis zu einem gewissen Grade in der Hand haben.

b) Ein neutrales Organ

Da Anbietende und Nachfragende keine objektiven Registratoren wirtschaftlicher Verhältnisse sind, sondern Menschen, die verdienen wollen und sich dabei leicht von emotionalen Regungen (Stimmungen, Paniken, Gerüchten) hinreißen lassen, so entfernt sich der von Angebot und Nachfrage bestimmte Preis in bewegten Zeiten recht weit von dem innern Wert der Papiere. Dies ist jedoch, besonders bei den Emissionen solide fundierter Unternehmungen und der öffentlichen Hand, schon aus Prestigegründen äußerst unerwünscht. Soweit es sich nur um geringe Schwankungen handelt, können sie durch Interventionskäufe bzw. -Verkäufe verhältnismäßig leicht aufgefangen werden. Bei erheblichen Kurseinbrüchen bzw. Haussen ist das jedoch nicht möglich.

Um solche unvernünftigen Kursbewegungen auf ein erträgliches Maß einzuschränken und unlautere Machenschaften bei der Kursbildung nach Möglichkeit auszuschalten, ist eine neutrale Stelle erforderlich, bei der möglichst sämtliche Angebote und Nachfragen zusammenlaufen: der vereidigte Kursmakler. Er kann eine starke Diskrepanz von Angebot und Nachfrage an seiner Kurstafel anzeigen und dadurch Ausgleichsgebote hervorlocken. Ja, er ist sogar gehalten, mit eigenen Geschäften einzugreifen, wenn dies dem Gesamtinteresse förderlich ist. Wenn der Kurs

---

161 Prion, W.: Börsen — wozu? S. 103.
162 Die Börse, S. 63.

gar zu wilde Sprünge macht (über 6%), so sorgt er dafür, daß an dem betreffenden Tag keine Notierung erfolgt. Diese Funktion kann er nach dem Gesetz zur Änderung des Börsengesetzes von 1934 um so besser erfüllen, als er nunmehr zur verantwortlichen Persönlichkeit mit behördlichen Funktionen erhoben worden ist und direkt dem Reichswirtschaftsminister untersteht, während er früher nur Hilfsperson des Börsenvorstandes war, in dem wiederum die interessierten Marktparteien selbst vertreten waren. Dafür, daß der Kursmakler diesen Anforderungen auch tatsächlich entspricht, sorgt eine scharfe Kontrolle. Auch seine Bestellung erfolgt erst nach sorgfältigster Prüfung seines Charakters.

Die Rolle des Einheitskurses selbst hat insofern zwei Seiten, als durch ihn Illusionskurse ermöglicht werden.

Die Tatsache, daß bei den Maklern Arbeitsteilung in bezug auf die gehandelten Papiere besteht, bietet die Gewähr dafür, daß Angebot und Nachfrage auch wirklich an einem Punkt zusammenlaufen, während es sonst bei der Größe des Börsenbetriebes leicht möglich wäre, daß Anbietende und Nachfragende sich gegenseitig nicht finden und so nicht der Kurs zustande kommt, bei dem die meisten Angebote und Nachfragen befriedigt werden.

4. Ist der Börsenpreis ein gerechter Preis?

a) Grundsätzliches

Darüber, was als gerechter Preis für ein Wertpapier anzusehen ist, differieren die Ansichten. Manche sehen ihn in dem Ertragswert, andere in dem inneren Wert, noch andere — z. B. Prion[163] — in dem durch Angebot und Nachfrage ohne Manipulierung entstandenen Kurs. Der effektive Börsenpreis deckt sich infolge des schwankenden Verhältnisses von Angebot und Nachfrage fast nie ganz mit dem inneren Wert; denn Angebot und Nachfrage sind zum großen Teil von Faktoren bestimmt, die außerhalb des emittierenden Unternehmens liegen.

Da jedoch die Emissionsbank meist ein Interesse daran hat, den Kurs eines Papiers dem inneren Wert möglichst nahe zu bringen (Emissionskredit, Auftrag der betr. Gesellschaft), so wird sie in der Regel durch Interventionskäufe und -verkäufe hierfür sorgen. Nell—Breuning[164] hält in diesem Zusammenhang sogar Ausweichkurse für berechtigt. Andererseits besteht dabei die Gefahr, daß sie ihre Effektenkundschaft in den Dienst ihrer Konzerninteressen stellt oder daß sie dieses Mittel mißbraucht, um Sanierungen hinauszuzögern.

Es ist daher mit Recht die Frage aufgeworfen worden, ob es einen gerechten Preis an der Börse überhaupt gibt.

„Die richtige Bewertung durch die Börse war also immer eine ziemlich fragwürdige Angelegenheit" (Wrede), was aber nicht so sehr an der Börse liegt als an der Natur des Dividendenpapiers und der kapitalistischen Wirtschaft an sich.

---

163 Ist die Börse reformbedürftig? S. 24.
164 a. a. O., S. 99.

Vor allem müssen wir berücksichtigen, daß es sich bei der Lehre vom „gerechten Preis" im Grunde um ein ethisches Postulat handelt, das sich als eins der wenigen als gleichberechtigt in die wirtschaftliche Diskussion eingeschlichen hat.

Volkswirtschaftlich kann der Preis gerecht genannt werden, bei dem ein möglichst stetiges Optimum der Produktion und damit auch des Volkseinkommens und des Konsums erreicht wird. Es ist jedoch sehr schwer festzustellen, bei welchem Kurswert diese Bedingungen am besten erfüllt sind. Wollte man Angebot und Nachfrage ganz eliminieren, so hätte man damit zugleich einen anderen Apparat der Kapitallenkung finden müssen. Andererseits leuchtet es ein, daß die Kurse beispielsweise im Jahre 1922 sich stark von der allgemeinen Wirtschaftslage gelöst haben (Überspekulation?).

b) Der Börsenpreis — zeitlich gesehen

In der freien Wirtschaft war der Börsenkurs zweifellos derjenige, welcher dem gerechten Preis am nächsten kam, waren doch die Voraussetzungen hierzu, vor allem die Marktbreite, bei ihm am weitestgehenden erfüllt. Das galt insbesondere für die Vorkriegszeit, in der noch solide Geschäftsprinzipien die Wirtschaft beherrschten, Angebot und Nachfrage in einem gesunden, stetigen Verhältnis standen.

Dementsprechend hat man in Wissenschaft und Praxis lange an der Auffassung festgehalten, daß die Börse die denkbar beste Preisbildung gewährleiste. Dieser Ansicht schien auch der Gesetzgeber zu sein, indem er den Börsenpreis zur Grundlage des Pfandverkaufs und der Bilanzbewertung machte.

Ganz besonders schwierig war die Ermittlung des inneren Wertes bei der Stabilisierung, denn ein Landeszinsfuß bestand noch nicht, und der Substanzwert war bei den unsicheren Geschäftsaussichten kaum feststellbar.

In der Systemzeit haben sich jedoch die Börsenkurse recht weit von dem inneren Wert entfernt; man kann hier kaum noch von einem „gerechten Preis" reden. Eine wesentliche Rolle spielten dabei die kurzfristigen Auslandskredite. Gänzlich wurde die Preisbildung anläßlich des „Schwarzen Freitags" gestört.

Die Bewertung der stillen Reserven zur Ermittlung des inneren Wertes, die vor 1931 Schwierigkeiten machte, ist durch die Bilanzierungsvorschriften der Aktiennovelle von 1931 und weiter des Aktiengesetzes von 1937 wesentlich erleichtert worden.

H e u t e haben einmal äußere Umstände die Preisbildungsfunktion der Börse beschnitten; zum andern widerspricht es den Grundsätzen der nationalsozialistischen Wirtschaftsauffassung, einen Preis auf Gedeih und Verderb dem Spiel des Zufalls zu überlassen[165].

---

165 So ist auch die Verordnung vom 3. 12. 38, die die Übertragung jüdischen Wertpapierbesitzes an eine Genehmigung knüpft, unter dem Gesichtspunkt zu sehen, daß Kursstürze vermieden werden sollten.

Zu den äußeren Momenten gehört einmal das stark geschrumpfte Umsatzvolumen an den deutschen Börsen. Schacht[166] führt die Kurssenkung auch auf die durch die Verminderung der Zahl der Börsenbesucher verursachten Realisationen zurück. Auch Steuererhöhung und Verkäufe der Industrie zwecks Kapitalbeschaffung haben sich störend ausgewirkt.

Wertpapiere sind heute fast die einzigen Güter, die nicht unter das Preisstop fallen. Es besteht daher die Gefahr, daß ihr Kurs eine Entwicklung nimmt, die in krassem Mißverhältnis zu dem übrigen Preisniveau steht.

Trotzdem ist Wrede der Ansicht, daß die Börse nach wie vor die Bewertung der Effekten durchführen muß, allerdings unter Ausschaltung jeglicher Manipulationen. Er begründet dies damit, daß die Preisbildung an der Effektenbörse Voraussetzung für die Liquidität der Wertpapiere sei.

Auch Kalveram gesteht der Börse weiterhin die Funktion der Preisbildung zu mit der Maßgabe, daß der Staat jederzeit auf der Seite einer Marktpartei oder durch direkte Einwirkung eingreifen kann. Er rechnet also offenbar mit einer Einbeziehung der Wertpapierkurse in das Preisstop, falls dies erforderlich werden sollte.

Ein besonderes Problem bildet heute die Kursbildung der Steuergutscheine, die neben ihrer Wertpapiereigenschaft zugleich Zahlungsmittel sind. Diese Doppelfunktion bedeutet zugleich eine gewisse Begrenzung der Kursschwankungen; aber diese Grenzen sind noch sehr weit, so daß die Verluste der Verkäufer nicht gering sind.

Oberascher[167] äußert sich höchst radikal: „Der Versuch einer Rechtfertigung der Börsen als Stätten der bestmöglichen Preisbildung kann heute als erledigt betrachtet werden." Trotzdem hält er einen gerechten Preis im Sinne eines volkswirtschaftlich gerechtfertigten Preises auf dem Wege über einen „geführten Markt" für erreichbar[168].

B. Die Bewertungsfunktion der Effektenbörse

1. Der Börsenpreis als Bewertungsgrundlage

Der Börsenkurs ist nicht nur der Preis für an der Börse getätigte Umsätze, sondern zugleich Wertmaßstab[169] bei der Vermögensermittlung und beim Besitzwechsel von Effekten außerhalb der Börse.

Der Börsenkurs als Basis der Vermögensermittlung findet sich gesetzlich verankert im § 133 des Aktiengesetzes, der für die Bewertung der Effekten des Umlaufsvermögens das Niederstwertprinzip vorschreibt. Die Wertpapiere des Anlagevermögens dagegen sind von dieser Vorschrift ausgenommen in der richtigen Erkenntnis, daß für

---

166 a. a. O., S. 64.

167 a. a. O., S. 9.

168 In ähnlicher Richtung äußert sich auch der NSRB (a. a. O.).

169 Unter dieser „Bewertung" dürfen wir jedoch keine objektive Abschätzung der Lage eines Unternehmens durch „weiße Männer" (Göppert) verstehen, denn immer noch ist der Börsenkurs dem Spiel von Angebot und Nachfrage unterworfen, also stets nur von relativem Wert.

Wertpapiere als Kapitalanlage die täglichen Schwankungen des Börsenkurses bedeutungslos sind. Das Reichsbewertungsgesetz von 1925[170] machte sogar den Kurswert der Anteile zur Grundlage des Einheitswerts eines Betriebes! Diese Bewertung der Aktien bedeutet gleichzeitig eine Bewertung des ganzen Unternehmens[171]. Ja, die Bewertung der Unternehmen durch die Börse kann sogar als Unterlage für die staatliche Kapitallenkung, evtl. sogar für die Vergebung von Staatsaufträgen dienen.

Als Besitzwechsel, für den der Börsenkurs Bedeutung hat, kommen in Frage z. B. Kauf, Tausch, Erbschaft, Auseinandersetzung, abstrakte Schadensberechnung (§ 376 HGB) und Beleihung, wobei Kauf, und Beleihung die wichtigsten sind. Der amtliche Kurs erst macht den Selbsteintritt der Banken möglich.

Welche Bedeutung die Börsennotierung für das Wirtschaftsleben hat, erhellt daraus, daß bei Kassakursen die Umsätze, deren Preis durch die Notiz bestimmt wird, größer sind als die Umsätze, die erst den Kurs bestimmen[172]. Sie zeigt sich ferner daran, daß die Schätzungen von Sachverständigen bei der Bewertung von nichtnotierten Papieren häufig um 50% differieren. Auch die Banken sind zur Erfüllung dieser Funktion nicht in der Lage, weil sie zu subjektiv sind.

Andererseits ergibt sich bei der Einbeziehung von Papieren mit geringem Umsatz in den amtlichen Verkehr insofern ein Problem, als der amtliche Kurs a priori immer den Anschein der Angemessenheit für sich hat und daher bei der außerbörslichen Bewertung des Papiers zu falschen Schlüssen führen kann, wenn diese Praesumtion nicht zutrifft. Und das wird bei geringen Umsätzen, die den Kurs jeder Zufälligkeit aussetzen, häufig der Fall sein.

Unbrauchbar ist diese Funktion daher auch dann, wenn der Wertmaßstab — das Geld — ständig seinen Wert ändert wie in der Inflation.

2. Die Öffentlichkeit der Börsenkurse und -umsätze

a) Börsenkurse

Selbst die vollkommenste Kursfestsetzung innerhalb der Börse schließt aber noch nicht aus, daß die Effektenkommissionäre unter Mißbrauch des Selbsteintrittsrechts ihren außerbörslichen Kunden gegenüber Kursschnitte machen. Um diese Kursschnitte zu verhindern, ist es erforderlich, daß sich der Kunde von den festgestellten Börsenkursen — soweit möglich — selbst überzeugen kann.

Das geschieht einmal dadurch, daß der Kunde, soweit sein Auge und Ohr reicht, von der Galerie aus die Börsenvorgänge selbst zu verfolgen vermag, vor allem aber dadurch, daß die amtlichen Kurse im Kursblatt[173]

---

170 § 33 und 42, Absatz 2a.

171 Jessen (a. a. O., S. 101) will aus der Summe der Kurse zugleich eine Bewertung des nationalen Produktivkapitals herleiten.

172 Nell—Breuning, a. a. O., S. 74.

173 Beim Kurszettel ergibt sich das Problem, daß er nur ein Momentbild wiedergibt und daher im Augenblick seiner Veröffentlichung schon durch die Ereignisse überholt sein kann.

und in den Tageszeitungen veröffentlicht werden. Daneben veröffentlichen die Tageszeitungen noch Geld- und Briefkurse für amtlich nicht notierte Werte.

Diese Berichterstattung wird noch ergänzt durch textliche Erläuterungen in den führenden Wirtschaftszeitungen[174]. (In Amerika auch durch das Ticker-System.)

Die Wichtigkeit dieser Teilfunktion hat sich besonders während des Weltkrieges gezeigt, als eine Kursveröffentlichung verboten war und die Banken Kursschnitte bis zu 20% machten.

Bei variabler Notierung lassen sich die Kursschnitte allerdings überhaupt nicht ganz vermeiden, sondern nur einengen durch Veröffentlichung der Anfangs- und Schluß- bzw. Maximal- und Minimalkurse.

b) Börsenumsätze

Da bei geringen Umsätzen der Börsenkurs durch Zufälligkeiten beeinflußt werden kann, wäre es ratsam, jeweils auch die Höhe der an der Börse getätigten Umsätze zu veröffentlichen, damit Außenstehende, die den Börsenkurs zu Bewertungszwecken benötigen, das richtige Bild bekommen. Diese Forderung ist nicht neu; doch hat sich die Börse bisher immer aus egoistischen Interessen dagegen gesträubt. Das Beispiel Amerikas zeigt jedoch, daß eine Umsatzveröffentlichung überhaupt nicht schadet.

Ideal wäre natürlich eine Veröffentlichung auch der außerbörslichen Umsätze sowie die Angabe, ob es sich um Anlage- oder um Spekulationskäufe handelt.

Eine Veröffentlichung der Umsätze für jedes einzelne Papier ist nicht ratsam, da sie einen weiteren Rückgang der Börsenumsätze zur Folge hätte; denn die Banken, denen die Kurspflege bestimmter Papiere anvertraut ist, sind nicht gewillt, sich irgendwie in die Karten sehen zu lassen.

Es beibt nur die Möglichkeit einer Veröffentlichung der Gesamtumsätze, evtl. gegliedert nach Aktien, Obligationen usw. und möglichst getrennt nach Börsen- und außerbörslichen Umsätzen. Ein Mittel hierzu wäre die getrennte Aufgabe der Börsenumsatzsteuer[175].

Solange dies noch nicht verwirklicht ist, ist jedoch ein etwas unzulänglicher Börsenpreis für Bewertungszwecke immer noch besser als gar kein Preis.

C. Börse und Kapitalzins

Das Kapital hat — wie jedes Dauernutzungsgut — einen Kaufpreis und einen Leihpreis. Der Leihpreis aber ist der Zins. Er wird bestimmt durch den Nutzungswert des Kapitals, modifiziert durch Angebot und Nachfrage. Gemäß der Bedeutung der Börse für den Kapitalmarkt ist die Rendite der Wertpapiere repräsentativ für den Kapitalzins. Das zeigt sich z. B. darin, daß die Zinsen der Reichsanleihen, weil praktisch risikolos, als landesüblicher Zinsfuß gelten.

---

174 Flersheim, a. a. O., S. 53.

175 Kokotkiewicz: Die Bedeutung der Veröffentlichung der Börsenumsätze. (Der deutsche Ökonomist 1927, S. 784).

Bedeutung der Börse

Auf den ersten Blick hat es den Anschein, als ob nur die Aussteller der Wertpapiere den Kapitalzins bestimmten. Denn bei festverzinslichen Werten liegt er von vornherein fest, und bei Beteiligungspapieren wird er von der Gesellschaft laufend festgesetzt. Da jedoch die Placierung eines schlecht verzinslichen Papiers Schwierigkeiten macht, gehört — besonders bei Rentenwerten — der Zins mit zur „Ausstattung"; d. h. der Emittent überlegt sich vorher, wieviel er aufwenden muß, um bei der Nachfrage Interesse zu erwecken. Auch der Zins ist also dem Kräftespiel von Angebot und Nachfrage[176] unterworfen, wenn dies auch äußerlich nicht in Erscheinung tritt. Und zwar wirkt dieses Kräftepaar nivellierend auf das Zinsniveau bei Anlagen gleichen Liquiditäts- und Verlust-Risikos[177].

Der Platz aber, auf dem dieser Kampf ausgetragen wird, ist die Börse. Da es ja letztlich nicht auf den Nominalzins, sondern auf die Effektivverzinsung ankommt, so beantwortet die Börse eine zu niedrige Verzinsung mit einer Kurssenkung, bis die Effektivverzinsung die Höhe erreicht hat, die dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage entspricht.

Die Zinssenkung

Diese Erfahrung hat auch Brüning machen müssen, als er durch die Notverordnung vom Dezember 1931 mit gesetzlichen Maßnahmen gewaltsam eine Zinssenkung durchführen wollte. Hinzu kam, daß diese Maßnahme nur den Rentenmarkt erfaßte.

Der Nationalsozialismus hat daher den Weg der „organischen Zinssenkung" beschritten; d. h. er hat mit Hilfe der Offenmarktpolitik — also durch Beeinflussung von Angebot und Nachfrage — eine kontinuierliche Kurssteigerung herbeigeführt, so daß der Effektivzins sank.

Eine Ergänzung hierzu bildete das Anleihestockgesetz, das auch die Gewinnausschüttungen für Beteiligungspapiere begrenzte, so daß Ausweichmöglichkeiten am organisierten Kapitalmarkt nicht mehr bestanden. Die Commerz- und Privatbank[178] hält sogar die infolge des Anleihestockgesetzes herabgesetzten Bardividenden teilweise für zu niedrig gegenüber der Verzinsung der Rentenwerte, was seine Stütze in den gegenwärtigen niedrigen Kursen der Aktien findet.

Daneben bietet auch die Emissionssperre eine wesentliche Handhabe zur Zinskontrolle.

Damit war die große Zinskonversion genügend vorbereitet und konnte mit vollem Erfolg durchgeführt werden.

---

[176] Gunzert (a. a. O., S. 62) überschätzt zweifellos die Bedeutung dieses Faktors; denn die Grundlage des durch Angebot und Nachfrage modifizierten Kapitalzinses ist doch letztlich immer die Produktivität des Kapitals. Allerdings ist diese Grundlage in den 20er Jahren, in denen das Buch Gunzerts entstand, besonders bei den Investitionen der öffentlichen Hand reichlich in Vergessenheit geraten. Eine Außerachtlassung der Produktivität ist lediglich aus wehrwirtschaftlichen Gründen vertretbar und wird sich sonst bitter rächen.

[177] Nach Offermann (a. a. O., S. 182) liegt dieses durch die Börse geschaffene Zinsniveau höher, als es ohne die Börse sein würde, weil die Börse zu ihrem Betrieb angeblich Kapital benötigt und damit verknappend auf den Kapitalmarkt wirkt. Vergl. hierzu Kapitel 3, II B.

[178] Wirtschaft und Börse, 1936, S. 4.

Die deutschen Wertpapierbörsen haben dabei vorbildliche Mitarbeit geleistet, indem sie an den Rentenmärkten die Voraussetzungen für die neue Zinsbasis schufen. Damit haben sie zugleich einen praktischen Beitrag zum Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft geliefert und so ihr Ansehen in Deutschland gefestigt[179 180]. Ihre Rolle scheint sich dabei auf die Vorbereitung beschränkt zu haben, denn sie war nach Ansicht Wredes zuletzt lediglich passiv[181].

In neuester Zeit scheint man an der Grenze der Zinssenkung angelangt zu sein; die Emission von Industrieobligationen 1939 ließ sich nicht restlos zu $4^1/_2$% durchführen, wie ursprünglich beabsichtigt.

Alles in allem kann also die Börse als wirksames Instrument in der Hand der Wirtschaftsführung bei der Durchführung ihrer Zinspolitik angesehen werden. Die Freiheit der Zinsbildung ist damit allerdings verloren gegangen.

Interdependenz der Zinssätze

Zum Schluß sei noch auf die indirekte Einwirkung der Effektenbörse auf den Geldmarktzins hingewiesen. Geld- und Kapitalmarktzins müssen stets in einer bestimmten Relation zu einander stehen, die ihren Grund in der größeren Illiquidität langfristiger Kredite hat. Weicht daher der tatsächliche Kapitalmarktzins von dieser Relation — sagen wir nach unten — ab, so werden so lange Mittel vom Kapitalmarkt auf den Geldmarkt strömen, bis die alte Relation wieder hergestellt ist. Die hierdurch herbeigeführte Verflüssigung des Geldmarkts wird sich in einer Ermäßigung auch der Geldsätze niederschlagen.

Bei der allgemeinen Interdependenz der Zinssätze ist es nicht zu vermeiden, daß bei einer Erhöhung der Reportsätze auch die der produktiven Wirtschaft gewährten Bankkredite verteuert werden. Gunzert[182] ist allerdings gegenteiliger Ansicht.

Der Zins wird jedoch nicht nur durch die Effektenbörse beeinflußt, sondern umgekehrt spielt der Zins auch eine wesentliche Rolle für verschiedene Funktionen der Effektenbörse, z. B. den internationalen Kapitalausgleich, die Kapitallenkung usw. Doch hierauf soll in besonderen Kapiteln eingegangen werden.

---

179 Scheunemann, Werner: $2^1/_2$ Jahre Börsenreform. „Deutsche Volkswirtschaft" 1935, S. 602 ff.

180 Reinhart, a. a. O.

181 Wrede a. a. O., S. 141.

182 a. a O., S. 64.

3. Kapitel:

Die geld- und kreditwirtschaftlichen Einflußsphären der Effektenbörse

I. Die währungsmäßigen Aufgaben der Effektenbörse

A. In der Zeit bis 1931

Im liberalistischen Zeitalter war es weniger die Effektenbörse im eigentlichen Sinne, die einen direkten Einfluß auf die Währung ausübte, sondern mehr die Börse als Geldmarkt. Während die ausgegebene Geldmenge und damit der Binnenwert — die Kaufkraft — von der Reichsbank reguliert wurde, sorgte die Börse für die Stabilerhaltung des *Außenwertes* — des Wechselkurses. Internationale Wechsel- und Goldarbitrage sorgten dafür, daß der Wechselkurs immer wieder auf die Goldparität zurückgeführt wurde.

Auf dem Gebiet des Kapitalmarktes hat auch die internationale Effektenarbitrage auf dem Weg über den Ausgleich der Zahlungsbilanz auf den Wechselkurs eingewirkt.

Der Besitz ausländischer Effekten bedeutet ein wirksames Reservoir gegen Währungschwankungen, das in der Hochkonjunktur und bei krisenhafter Geldmarktanspannung zur Wirkung kommt, um bei Abflauen des Geldbedarfs wieder zurückzufließen. Aber auch bei einem im Aufbau begriffenen Land mit passiver Handelsbilanz dient die internationale Arbitrage dem Kapitalimport in Form von Effekten[183].

B. Die Möglichkeiten des nationalsozialistischen Staates zur Beeinflussung der Währung über die Börse

Durch die Devisenbewirtschaftung ist der Börse die Möglichkeit der selbsttätigen Regulierung des Wechselkurses genommen worden.

Gleichzeitig hatte sich mit der Machtergreifung ihre Stellung insofern geändert, als sie nicht mehr das „agens" der Wirtschaft darstellt, sondern wie andere Institute zu einem ausführenden Organ des Staatswillens geworden ist.

Für den völkischen Staat aber war viel wichtiger als der Außenwert der Währung die Kaufkraft des Geldes im Innern, zumal man sich von

[183] Finke, a. a. O., S. 86.

der „goldenen Bremse" nunmehr auch offiziell gelöst hatte. Da das laue Mittel der Diskontpolitik sich nicht als ausreichend erwiesen hatte[184], wurde eine Reihe von Handhaben zur Regulierung der Geldmenge geschaffen, von denen uns hier jedoch nur eine interessiert: Die *Offen-Marktpolitik*. Diese Befugnis, die der Reichsbank im Jahre 1933 erteilt wurde, hatte sich bereits in England bestens bewährt. Sie gab der Reichsbank die Möglichkeit, durch An- und Verkauf von Effekten an der Börse jederzeit Geld in die Wirtschaft zu pumpen oder aus ihr herauszupressen. Diese Maßnahme hat den großen Vorteil, daß die Reichsbank über Agenten diese Transaktionen vornehmen kann, ohne daß das Publikum etwas davon merkt; eine Beunruhigung der Wirtschaft, die sonst leicht eintritt, wenn staatliche Stellen einen Eingriff für erforderlich halten, wird dadurch vermieden.

Der Zweck der Offen-Marktpolitik ist aber nicht nur die Währungsmanipulierung, sondern daneben die Kurspflege der öffentlichen Anleihen.

Durch diese beiden Möglichkeiten stellt die Offen-Marktpolitik zugleich einen nicht zu unterschätzenden Konjunkturfaktor dar.

Noch zu einer anderen währungsähnlichen Maßnahme hat die Reichsregierung die Börsen gebraucht, dieses Mal aber nicht die deutschen, sondern die ausländischen: Die *Dollarbonds* der deutschen Industrie wurden an den amerikanischen Börsen nur noch mit etwa 50% bewertet. Diese Gelegenheit benutzte man, um deutschen Exporteuren die Genehmigung zum Rückkauf dieser Obligationen zu erteilen. Der Kursgewinn, den sie dadurch erzielten, konnte der Exportförderung dienen. Diese Exportprämien kamen in ihrer Wirkung einer Währungsabwertung gleich. Ähnlich ist man auch mit der Konversionsmark verfahren, nur daß dabei die Konversionskasse sich den Rückkauf selber vorbehielt. Leider waren diese Methoden nur so lange in erheblichem Ausmaße anwendbar, als man über die genügenden Devisen zum Rückkauf verfügte.

II. Entlastung des Geldmarkts durch die Börse?

A. Geld- und Kapitalmarkt

Durch die verschiedensten Momente (Mobilisierung des immobilen Kapitals, mittelfristigen Kredit, Zinsdifferenz usw.) stehen heute Kapitalmarkt undGeldmarkt in so enger Kommunikation, daß Zimmerman[185] den Satz prägen konnte: „Unter den herrschenden Umständen ist Kapitalmarktpolitik in erster Linie Geldmarktpolitik."

Der Kapitalmarkt ist also dazu angetan, den Geldmarkt zu entlasten — sowohl von Überfluß als auch von Mangel. (Über die umgekehrte Bedeutung des Geldmarkts für den Kapitalmarkt ist bereits weiter vorn gesprochen.)

Leidet der Geldmarkt an Überfluß, so werden — meistens im Wege der Konsolidierung — die überschüssigen Mittel bereitwillig vom Kapitalmarkt aufgesogen. Den Anstoß für den Gläubiger bildet das

184 Wagemann: Zinshöhe, S. 370.
185 Börse und Kapitalmarkt. In „Wirtschaftsdienst" 1933, S. 1649 ff.

Sinken des Geldmarktzinses, so daß er lieber eine größere Illiquidität in Kauf nimmt, um in den Genuß des Kapitalmarktzinses zu kommen. Dieser Automatismus hält so lange an, bis wieder die normale Relation zwischen Geld- und Kapitalzins erreicht ist.

Diese Konsolidierung betrifft sowohl Schulden der öffentlichen Hand als auch zum wesentlichen Teil Industriekredite. Ganz besonders bezieht sich das auf die eingefrorenen Investitionskredite der Banken. Unentbehrliches Instrument für die Placierung dieser Emissionen ist nun aber die Börse — teils direkt, teils indirekt durch die dem Käufer gebotene Möglichkeit der Realisierung.

Schwieriger ist es allerdings, die so festgelegten Mittel wieder in Geld zurückzuverwandeln. Einen Ausweg bietet das Effektenprinzip, das dem Gläubiger eine vorübergehende Anlage von Geldmarktmitteln auf dem Kapitalmarkt gestattet. Volkswirtschaftlich allerdings bleibt dieser Fonds im großen und ganzen an den Kapitalmarkt gebunden.

Umgekehrt ermöglicht das Vorhandensein der Börse den Banken und sonstigen Kreditgebern, ihre Effektenbestände und -kredite z. T. in ihre Liquiditätsreserve mit einzustellen[186 187], da durch Verkauf oder Verpfändung der Effekten einem auftretenden Geldmangel schnell abgeholfen werden kann. Damit aber werden die früher zu diesem Zweck gehaltenen Kassenmittel frei, welche sie nun entweder weiter ausleihen oder zur Grundlage eigener Kreditschöpfung machen können, die bekanntlich in Vielfaches der vorhandenen Reserven betragen kann.

Das hat jedoch zu solchen Auswüchsen geführt (Neukauf von Aktien mit Kredit), daß die Reichsbank sich gezwungen sah, in der Nachkriegszeit durch Kreditrestriktion mittelbar auf den Umfang der Börsenkredite Einfluß zu nehmen. Durch das KWG ist andererseits für den Eigenbesitz der Banken an Effekten eine Höchstgrenze vorgesehen worden.

Insbesondere durch die Aktie werden die finanziellen Anpassungsvorgänge in der Wirtschaft wesentlich erleichtert, da ihre Kurse am stärksten auf die Konjunkturschwankungen reagieren: Vornehmlich in Zeiten des Aufschwungs fördern Beleihung und Besitz von Aktien durch die Banken bei steigenden Kursen die Geldschöpfung.

B. Absorbiert die Börse Kapital?

Über diese Frage hat sich eine heftige Kontroverse zwischen Gustav Cassel und einer Reihe deutscher Wissenschaftler entsponnen. *Für* eine Kapitalbindung erklären sich: Reisch, Prion, Richter—Altschäffer, Eberstadt, Sombart, Offermann. *Dagegen:* Machlup, Hahn, Halm, Lansburgh, Adolf Weber, Plenge, Gunzert, Veesenmayer und Jessen. Es ist nicht möglich, die Meinungen alle im einzelnen aufzuführen, da sich die Argumente zum großen Teil decken.

---

186 Veesenmayer (Die Neugestaltung des Effektentermingeschäfts, Jena 1929, S. 193): „Die so geschaffene Liquidität der Banken bedeutet eine wesentliche Entlastung des Geldmarkts."

187 Das hierbei entstehende Problem der anorganischen Kursbeeinflussung ist an anderer Stelle behandelt.

Zunächst muß einmal verwundern, daß gerade Cassel[188], der uns eine der exaktesten Abgrenzungen des Kapitalbegriffs gegeben hat, hier „Kapital" sagt, wo er „Geld" meint. Denn wenn wir unter „Kapital" (Realkapital) Dauernutzungsgüter oder im engeren Sinne sogar Produktivgüter und unter „Kapitaldisposition" Zahlungsmittel verstehen mit der Bestimmung, solche Dauernutzungsgüter zu erstehen, so liegt doch auf der Hand, daß die Börse kein „Kapital" binden kann. Denn weder ist die Börse ein Dauernutzungsgut, noch werden in ihr Dauernutzungsgüter gehandelt.

Um zur Klarheit zu kommen, müssen wir also zunächst einmal die Fragestellung dahin korrigieren: Bindet die Börse Zahlungsmittel?

Kapitaldisposition wird lediglich bei der Emission gebunden; denn der Aussteller wird, nachdem er seine Aktien oder Obligationen untergebracht hat — manchmal auch schon vorher — den Erlös zumeist zur Erstellung neuer Anlagen verwenden.

Ist also die Bindung von Kapitaldisposition bereits bei der Erstplacierung — die meist nicht an der Börse erfolgt[189] — vor sich gegangen, so kann es sich bei den weiteren Verkäufen von Wertpapieren an der Börse grundsätzlich nur um Umschichtungen (also Gläubigerwechsel)[190], nicht aber um Kapitalneubildung bzw. -bindung handeln. Diese Umschichtung aber ist volkswirtschaftlich uninteressant. Denn durch den Verkäufer fließen ja die Mittel der Wirtschaft wieder zu. Hieran ändert sich auch nichts, wenn der Effektenkauf mit Hilfe von Bankkredit erfolgt; dabei wird nur ein Glied mehr in die Kette eingeschaltet.

Steigen nun aber die Kurse, so ist Reisch[191] der Ansicht, daß dann eine Neubindung von Zahlungsmitteln stattfindet, da ja dann höhere Preise bezahlt werden müssen. Cassel hält dem entgegen, daß dies nicht der Fall ist, weil ja die Kursgewinne nicht im Geldschrank des Spekulanten verschwinden, sondern im Wege der Konsumtion oder des Kredits der Wirtschaft wieder zufließen. Reisch begründet seine Anschauung damit, daß der Spekulant seine erzielten Gewinne nicht konsumiert, sondern zu neuen Spekulationen benutzt; denn der Spekulant, der größere Gewinne macht, werde sein Geld weder ganz konsumieren noch zu billigem Zins in der Wirtschaft anlegen, wenn er durch Wiederausleihen an der Börse oder durch wiederholte Eigenspekulation eine höhere Rendite erzielen kann.

Im Gegensatz dazu behaupten Eberstadt[192], Offermann[193] und Plenge, daß die bei steigenden Kursen erzielten erhöhten Gewinne der Spekulation g e r a d e komsumtiv verwendet würden und damit — da es sich bei

---

188 „Nimmt die Börse Kapital in Anspruch?" Frankfurter Zeitung 3. 5. 27. Ferner ein Artikel in „Skandinaviska Kreditaktiebolaget", der jedoch nicht im Original eingesehen werden konnte, sondern nur von Reisch zitiert wurde.

189 Selbst dann absorbiert aber nicht die Börse das Kapital, sondern sie gibt es an die Wirtschaft (den Aussteller) weiter.

190 Veesenmayer (a. a. O., S. 190) spricht daher von der Börse als einer Durchgangsstation.

191 a. a. O., S. 205 ff.

192 Der deutsche Kapitalmarkt, Leipzig 1901, S. 23.

193 a. a. O., S. 182.

den sie ersetzenden Mitteln um echte Ersparnisse handele — dem Kapitalmarkt Mittel entzögen. — Diese Möglichkeit räumt Cassel ohne weiteres ein, hält sie aber für zufällig und erkennt keinen Kausalzusammenhang mit dem der Börse zuströmenden Kapital an. Schädlich ist diese Wirkung vor allem dann, wenn der Mehrkonsum sich auf ausländische Luxusartikel richtet.

Nun aber führt Cassel zum Beweis der Tatsache, daß durch die Börse keine Zahlungsmittel gebunden werden, noch ein weiteres Argument an: Die Mittel zum Ankauf der Papiere zu erhöhten Kursen entstammten zum großen Teil einer Kreditschöpfung der Banken und könnten schon deshalb nicht verknappend auf die Geldmenge wirken, sondern eher die Volkswirtschaft reicher damit versorgen. Cassel selbst erkennt aber, daß eine solche verstärkte Geldverflüssigung nur vorübergehender Natur ist, da sie, wenn die Kreditschöpfung größere Ausmaße annimmt, inflatorische Wirkung[194] haben kann. — Reisch scheint diese Einräumung übersehen zu haben; denn er unterstellt Cassel die Behauptung, das Preisniveau bliebe konstant.

M. E. liegt aber das Problem an einer ganz anderen Stelle: Der fortwährende Umsatz von Effekten erfordert ein dauerndes Hin- und Herfließen von Zahlungsmitteln an und für sich ganz erheblichen Umfanges (denen gegenüber die geringen Kursgewinne ganz an Gewicht verlieren), die so lange der Möglichkeit der Verwendung in der Güterwelt entzogen werden[195]. Wenn wir den Kapitalmarkt mit einem großen Unternehmen vergleichen, so erfordert dieser — wie jedes andere Unternehmen — ein gewisses „Betriebskapital" oder „Umlaufskapital".

Da aber hat wiederum die Börse Einrichtungen geschaffen, um das hierfür benötigte Zahlungsmittelvolumen möglichst weitgehend zu verringern und damit wieder eine Entlastung des Geldmarkts herbeizuführen: Die verschiedenen Systeme der Saldierung, die im folgenden Abschnitt behandelt werden sollen.

Das hierdurch für die Vorkriegszeit von sämtlichen deutschen Börsen zusammen benötigte Umlaufskapital wurde von Lexis auf 80—100 Mill. Mark geschätzt, ein Betrag, der wirklich keine Belastung für den Kreditmarkt darstellt.

Hinzu kommt, daß die Börsenhaussen (und damit auch der Hauptgeldbedarf) zeitlich nicht mit dem Hochschwung der Wirtschaftskonjunktur zusammenfallen, sondern ihm voraufgehen, so daß die Börse noch viel weniger der Wirtschaft Mittel entzieht.

Gunzert[196] kommt sogar zu einer Mehrversorgung des Geldmarkts durch die Börse, nämlich dann, wenn starke Anlagekäufe des Publikums aus frischen Ersparnissen stattfinden, die einen Teil der Mittel der Spekulation und der Banken für den Geldmarkt freisetzen.

---

194 Halm (a. a. O., S. 156) leugnet diesen Effekt.

195 Siehe auch Anderson in „The Chase Economic Bulletin", New York, May 8th, 1929. — Ähnlich denkt auch Prion (Börsen — wozu?, S. 44). Er verweist besonders auf die Reserven, welche für diese Zahlungen ständig gehalten werden müssen.

196 a. a. O., S. 47.

C. Die Einrichtungen der Börse zur Herabsetzung des Zahlungsmittelbedarfs des Effektenmarktes

1. Die Liquidationskassen

Da die meisten Effektenhändler und -kommissionäre zugleich Käufer und Verkäufer sind, hat sich eine Saldierung der Verbindlichkeiten und Forderungen des einzelnen als ratsam ergeben. Eine direkte Saldierung ist nicht möglich, weil Kauf- und Verkaufspartner des Betreffenden verschiedene Personen sind; es muß vielmehr eine gemeinsame Ausgleichsstelle zwischengeschaltet werden. Diese Aufgabe erfüllen die Liquidationskassen neben ihrer Garantiefunktion in vollendeter Weise. So werden in England und Amerika 85—90% der Gesamtumsätze durch Verrechnung reguliert.

2. Das Termingeschäft

Da die Liquidationskassen täglich abrechnen und An- und Verkauf des einzelnen sich für einen Tag selten decken, ergeben sich doch erhebliche Salden, die jeweils beglichen werden müssen. Ideal wäre daher, wenn sämtliche Engagements einer bestimmten Periode an einem bestimmten Stichtag abgerechnet würden, da ja innerhalb eines bestimmten Zeitraums fast jeder Spekulant das entsprechende Gegengeschäft getätigt haben wird.

Die Handhabe hierzu bietet das Termingeschäft[197], dessen Erfüllung generell am ultimo (früher auch am medio) erfolgt. Es brauchen nun mit Hilfe des Termingeschäfts und der Liquidationskassen — wenn man von den Differenzgewinnen absieht — zwischen den Börsenteilnehmern praktisch so gut wie gar keine Zahlungsmittel in Bewegung gesetzt zu werden. Was das bedeutet, wird einem klar, wenn man sich vergegenwärtigt, daß ohnehin am ultimo der Geldmarkt durch Gehalts-, Miete-, Renten- und sonstige Zahlungen stark angespannt ist. Daneben würde auch — abgesehen von Prolongationen — die Inanspruchnahme von Kredit für Börsengeschäfte vermieden.

Czernin[198] geht so weit, die beim Termingeschäft erfolgende Stundung der Leistung so auszulegen, daß eine Bezahlung mit dem Kredit der Liquidationskasse und damit eine Geldschöpfung erfolgt — ein immerhin origineller Gedanke.

Das Problem des Termingeschäfts ist bereits an anderer Stelle ausführlich behandelt worden. Dort ist auch gezeigt, warum nicht nur das Kassageschäft neben dem Termingeschäft fortbestanden, sondern das Termingeschäft sogar ganz aufgehört hat, so daß also *diese* Funktion der Börse heute in Fortfall kommt.

---

197 Diese Ansicht teilt auch Lansburgh (Die Börse, S. 56).

198 a. a. O., S. 87.

4. Kapitel:

Die spezifischen Funktionen und Rückwirkungen der Effektenbörse auf die Gesamtwirtschaft

I. Börse und Konjunktur

A. Ausgangspunkt

Die Tatsache, daß der Börsenkurs den Ertrag der kommenden Jahre bereits vorauskomptiert, läßt darauf schließen, daß die Spekulation eine kommende Konjunktur „vorauswittert“[199].

Diese Erkenntnis wurde zuerst durch die konjunkturstatistischen Untersuchungen an der Harvard University ausgewertet. Man fand, daß die Spekulationskurve, die „business“-(Produktions-)Kurve und die „money“-(Zins-)Kurve Folgebewegungen im Verlauf des Konjunkturzyklus darstellen. Die Börsenbewegungen eilen den Konjunkturphasen voraus und kündigen sie an. Es ist klar, daß es sich hier nur um die großen Kurslinien handeln kann. Die täglichen Schwankungen haben dem Wesen der Spekulation gemäß eine viel stärkere Frequenz. Damit stimmt auch überein, daß Börsenkonjunkturen ohne ein Mitgehen des Publikums nicht möglich sind, das bekanntlich nur langsam reagiert[200]. Diese konjunkturstatistischen Untersuchungen lüfteten weitgehend den Schleier der Mystik, der über der „Divinationsgabe“ der Börse schwebte, und zeigten einen recht realen Zusammenhang zwischen Wirtschafts- und Börsenkonjunktur; denn oft sind Börsen- und Wirtschaftskonjunktur ganz einfach auf dieselben Ursachen zurückzuführen. Danach erklärt sich das Verhalten der Börse im Konjunkturverlauf, wie folgt:

Zuerst ziehen die festverzinslichen Werte an, weil Bauwirtschaft und Landwirtschaft, die auf billige Preise und Zinsen angewiesen sind, bereits in der Depression eine rege Tätigkeit entfalten und ihre Emissionen vorwiegend in Pfandbriefen bestehen. Die festverzinslichen Werte finden auch zuerst wieder das Vertrauen des Publikums, zumal die Rendite der Festverzinslichen bei dem niedrigen Zinsniveau der Depression relativ

---

199 Daß diese „Divinationsgabe“ oft recht reale Gründe hat, wird später gezeigt. Lansburgh (Die Börse, 1922, S. 111) weist allerdings darauf hin, daß der Spekulant aus Verdienstgründen auch gegen seine bessere Einsicht spekuliere, wenn er merkt, daß das Publikum falsch reagiert.

200 Andererseits kennen wir von der Wirtschaftskonjunktur nur die großen Linien und wissen nicht, ob nicht auch dort Rückschläge eintreten.

hoch ist. Auch die Sparkraft der hierfür in Frage kommenden Personen (Rentner und Festbesoldete) ist bei niedrigem Preisniveau am größten.

Von den Schlüsselindustrien pflanzt sich dann die Belebungswelle auf die anderen Industrien und zugleich auch auf die Aktienkurse fort. Im Hochschwung, wenn der Kapitalmarkt ausgeschöpft ist und Emissionen nicht mehr unterzubringen sind, treten die Kreditansprüche der Wirtschaft auf den Geldmarkt über und lösen hier Verknappung und Zinssteigerung aus. Dann wandert auch das Interesse der Spekulation auf den Geldmarkt ab, wo sie höhere Gewinne findet. Die Effektenkurse sinken. Aus der wachsenden Verknappung des Geldmarkts ergibt sich schließlich die Krise. Um nur Geld hereinzubekommen, werden die Lagerbestände mit Verlust verkauft: Das allgemeine Preisniveau fällt. Zugleich sinkt auch der Mut der Unternehmer; Kapitaldisposition wird nicht mehr nachgefragt, auch die Zinssätze sinken. Damit aber beginnt der Zyklus von neuem. Gunzert[201] glaubt dabei eine konjunkturanregende Wirkung der Kursgewinne durch Konsumtion zu erkennen.

Soweit es sich dagegen um die Spekulation in bestimmten Papieren handelt, ist oft ein realer Grund für die Vorausschau der Börse die insider-Spekulation oder das Wissen einer Bank um die Zukunftsaussichten des von ihr mit Kredit betreuten Unternehmens, da sich die Banken laufend Bilanzen einreichen lassen und im übrigen durch Aufsichtsratssitze Einblick in und Einfluß auf die schaffende Wirtschaft zu erhalten versuchen.

Aber auch die Spekulation im Großen versucht, nach Möglichkeit zuverlässige oder gar zahlenmäßige Unterlagen zu bekommen. Daher gründet nun wieder die Börse ihre Kursbewegungen — besonders in Amerika — auf Wirtschaftstatistiken. Dies hat den Vorteil, daß die Spekulation — die Richtigkeit der Statistiken vorausgesetzt — nun einigermaßen objektiviert wird. Leider kommen jedoch Bestechungen vor. Vor allem muß es verurteilt werden, wenn amtliche oder halbamtliche Stellen sich zur Fälschung von Statistiken hergeben. Aber auch an sich sind solche Indices meist reichlich optimistisch.

Der Kurs der Börsenwerte ist abhängig von Elementen, die in der Zukunft liegen, und der Wert des Börsenapparats ist um so größer, je präziser dieser gesetzmäßige Ablauf der Konjunkturbewegungen erfolgt. Er muß daher störenden Einflüssen entzogen sein. Nur dann ist er in der Lage, die Aufgaben zu erfüllen, welche die effektenkapitalistische Wirtschaft ihm stellt und ohne die diese Wirtschaft angeblich nicht ordnungsmäßig funktionieren kann.

Für die von außenwirtschaftlichen Einflüssen ziemlich ungestörte Vorkriegszeit trafen diese Voraussetzungen auch weitgehend zu. Daher ging man bald zur Konjunkturprognose über: Die Börse war damit zum Wirtschaftsbarometer geworden, das nach Ludwig Albert Israel Hahn „Auskunft gibt über Umfang und Geschwindigkeit der volkswirtschaftlichen Entwicklung". Und Prion[202] sagt: „An den Börsen wird die jeweilige Lage von Reich, Ländern und öffentlichen Körperschaften, sowie

201 a. a. O., S. 55.
202 a. a. O.

der privaten Wirtschaftsbetriebe täglich in Ziffern bewertet, sozusagen eine laufende Bilanz der gesamten Volkswirtschaft geführt."

Neben den Kursen bietet auch die Umsatzziffer eine gute Grundlage für die Konjunkturbeobachtung, von der bisher lange nicht in genügendem Maße Gebrauch gemacht wurde.

B. Die Börse als dynamisches Konjunkturelement

Es ist jedoch eine merkwürdige Tatsache, daß — sei es beabsichtigt oder automatisch — ein Indikator in nahezu allen Fällen auch zum Regulator wird. Wir finden diese Erscheinung sowohl in der Technik (Zentrifugalregulator bei der Dampfmaschine, elektrisches Thermometer) als auch in der Wirtschaft; das bekannteste Beispiel ist hier der Preis.

Auch der Börsenpreis — d. h. der Kurs — ist zu einem solchen Indikator-Regulator geworden. Denn der Unternehmer schließt nun von einem Steigen der Börsenkurse auf einen kommenden Aufschwung; er investiert und produziert — und siehe da: Der Aufschwung kommt wirklich![203] Gerade in der letzten Krise haben wir gesehen, welche Bedeutung der Mut des Unternehmers für die Wiederbelebung der Wirtschaft hat, und daß eine Kostensenkung nicht das Allheilmittel ist (Steuergutscheine, Zinssenkung). Denn die Ursache jedes Aufschwungs ist letzten Endes etwas Seelisches[204]. Daneben nimmt der Unternehmer natürlich auch die Kostenvorteile wahr, die ihm eine Börsenhausse bietet, indem er bei Neuemission von Aktien erhebliche Agiogewinne machen kann.

Dieser Kausalzusammenhang allerdings ist noch strittig[205]. So sieht Halm[206] die Börsenbewegungen lediglich als erste Erscheinungsform der Wirtschaftskonjunktur an, nicht dagegen als deren Motor, während er als ihre wahre Ursache die Lage des Geldmarkts bezeichnet.

Nell—Breuning[207] meint sogar, die Börse könne gelegentlich einmal nachhinken.

Auch Gunzert[208] leugnet gänzlich eine Kausalität der Effektenkonjunkturen für die Wirtschaftskonjunktur; man kann ihm jedoch den Vorwurf einer etwas oberflächlichen Beweisführung und etwas anmaßenden Beurteilung bekannter Wissenschaftler nicht ersparen.

Letzten Endes handelt es sich doch um einen Funktionalzusammenhang, bei dem die meisten Faktoren zugleich Ursache und Wirkung sind. Diese Frage ist jedoch für den Wert der Börse als Wirtschaftsbarometer lediglich eine Maß- und Gradfrage; denn auch Konjunktursymptome können gute statistische Unterlagen für den Konjunkturverlauf liefern.

---

203 Lansburgh: Die Divinationsgabe der Börse, (Die Bank, 1909).

204 Göppert, a. a. O., S. 25.

205 Ebenso strittig ist, ob der Börsenterminhandel auf die Konjunkturbewegungen akzentuierend oder nivellierend wirkt.

206 a. a. O., S. 154.

207 a. a. O., S. 87.

208 a. a. O., S. 41.

C. Grundsätzliche Problematik

Durch die geschilderten Wirkungen steigert die Börse die Intensität des Aufschwungs — ja, man kann unter Umständen sagen: Sie macht geradezu die Konjunktur. Denn es gibt auch Börsenhaussen, die sich nicht auf eine günstige Lage der Gesamtwirtschaft stützen (z. B. Flucht in die Sachwerte, Einströmen von Auslandsgeldern, Überangebot von Kredit, Monopolisierung). Solche „Katastrophenhaussen" hat es in der Nachkriegszeit bereits mehrmals gegeben[209]. Im einzelnen sind diese Momente im Kapitel „Preisbildung" näher behandelt. Auch eine Börsenbaisse braucht nicht immer einen Wirtschaftsniedergang anzuzeigen (Judenverkäufe, politische Spannung, Geldmarktanspannung).

Besonders die bereits mehrfach gegeißelten, zu liberal gewährten Börsenkredite der Banken (in maßvollem Umfang können sie nur befruchtend wirken), mit denen keine entsprechende Kreditgewährung an die Wirtschaft einhergeht, können die Spekulation zu einer falschen Börsenkonjunktur ermutigen[210]. Infolge der allgemeinen Kreditverflechtung zieht die darauf folgende Krise besonders weite Kreise.

Je mehr an der Börse das unkundige Publikum zum mitbestimmenden Faktor wird, desto leichter kann eine solche die tatsächliche Wirtschaftslage verfälschende Börsenkonjunktur eintreten. Denn die Börsenbewegungen sind nur zu oft das Spiegelbild von Stimmungen anstatt folgerichtiger Überlegungen[211].

Das typische Beispiel einer solchen Scheinblüte sehen wir im Jahre 1927. Hier lag die Ursache vornehmlich in dem hereinströmenden Auslandskapital. Die Hausse war durch keinerlei Warnungen aufzuhalten. Umsonst war eine erregte Diskussion darüber, ob die Börse Kapital produktiven Zwecken zuführe, umsonst auch mehrfache Ermahnungen des Reichsbankpräsidenten. Leider erweckte das auch im Ausland einen zu günstigen Eindruck unserer reparationsmäßigen Leistungsfähigkeit; (der Reparationsagent allerdings hat sich nicht täuschen lassen). Der bekannte 13. Mai bereitete dann diesen Illusionen jäh ein Ende[212].

Daher urteilt der NSRB:[213]

> „Den Vergleich mit dem Barometer halten wir grundsätzlich für falsch, da es nicht irgendwelche „objektiven" Faktoren wie im Bereich der Physik sind, die die Börsentendenzen bestimmen, sondern die subjektiven Ansichten, die sich eine Vielzahl von Leuten über die Vielzahl der für die Effektenbewertung in Betracht kommenden Faktoren bildet[214].

---

209 Schürmann, DAZ, 24. 8. 1938.

210 Czernin, S. 170.

211 Deshalb ist es auch übertrieben, wenn behauptet wird, die Börsenmeinung sei „die Destillation der Geschäftskenntnisse aller leitenden und wirtschaftenden Persönlichkeiten". Denn diese spekulieren nicht und hüten sich auch, ihre Geschäftsgeheimnisse der Spekulation preiszugeben.

212 Die Effektenbörse im Jahre 1927. Beilage zur „Deutschen Volkswirtschaft", 23. 12. 1927.

213 a. a. O.

214 Ähnlich äußerst sich auch Wrede (a. a. O.).

D. Die veränderte Stellung der Börse zu den Konjunkturbewegungen infolge der Strukturwandlung der Nachkriegszeit

In der Nachkriegszeit hat sich infolge einer völligen Verlagerung der weltwirtschaftlichen Beziehungen und einer Neugliederung der Binnenwirtschaft eine umwälzende Strukturwandlung angebahnt — Wagemann[215] und Jessen sprechen in diesem Zusammenhang von einer Entwicklung von der freien zur gebundenen Wirtschaft (auch schon vor 1933) —, von der man wohl sagen kann, daß sie noch nicht abgeschlossen ist. Infolgedessen können auch die früher unumstößlich scheinenden Wirtschaftsgesetze nicht mehr gelten.

Besonders 1933 gab das beunruhigende Zurückbleiben der Aktienkurse hinter dem Wirtschaftsaufschwung manchem ungeduldigen Beobachter Anlaß zu der Vermutung einer struktuellen Änderung der Konjunkturzyklen. Die Preisschere zwischen Aktien- und Rentenmarkt erweiterte sich bedenklich.

Die Börse ist nicht mehr Brennpunkt des wirtschaftlichen Geschehens und der Gestaltung der wirtschaftlichen Verhältnisse. Weit mehr als in früheren Jahren beherrschen Zufälligkeiten das Bild. Die Umsatzschrumpfung hat sie empfindlicher gemacht[216]. So sagt Kalveram:[217]

> „Heute betrachten wir die Konjunkturen nicht mehr als unausweichbare, naturgesetzliche Prozesse. Wir wissen, daß die einzelnen Konjunkturphasen nicht streng zyklisch aufeinanderfolgen, sondern in bezug auf Zeit, Ausmaß, Ursachen und Wirkungen eine starke Individualität besitzen."

Gelingt es nun nicht, die Wirtschaftssubjekte von der Außerkraftsetzung dieser Gesetze zu überzeugen, so ergibt sich die ernste Gefahr der Fehlinvestition, weil die kommende Entwicklung die an die Hausse geknüpften Erwartungen nicht rechtfertigt. Das war besonders in der Scheinblüte der zwanziger Jahre der Fall (Überkapazität). Es muß in Erstaunen setzen, wie starr nicht nur die Wirtschaft, sondern auch die Wissenschaft der damaligen Zeit den Blick auf die Zeit vor 1913 geheftet hielt und die vor dem Kriege gültigen Gesetze auch in der Gegenwart anwenden zu können glaubte[218]. Darum stammen auch die meisten hier angeführten Zitate bereits aus der Zeit nach 1933.

Doch auch in den letzten Jahren finden wir noch den Glauben an diese Gesetzmäßigkeit. So meldet die „Deutsche Volkswirtschaft":[219]

> „Die in den letzten Jahren verbreitete Hoffnung auf weitere Hebung der Ertragskurve hat sich nicht bestätigt."

Jessen[220] weist besonders auf die Probleme der Aufrüstungskonjunktur hin.

---

215 Zinshöhe und Kapitalverteilung, S. 357.
216 Funk im „Hamburger Tageblatt", 23. 8. 1938.
217 a. a. O.
218 So ignoriert Gunzert in seiner mehrfach zitierten Dissertation (1929) über Börse und Konjunktur die Nachkriegszeit ganz.
219 „Was steht zur Debatte?", August 1938.
220 a. a. O.

Ebenso abwegig ist es, aus einem Rückgang der Börsenkurse, wie er im Spätsommer 1938 stattgefunden hat, auf ein Nachlassen der Produktivitätssteigerung zu schließen, wie es anscheinend vielfach geschehen ist. Erst als Reichswirtschaftsminister Funk solchen Gerüchten mit kraftvollen Worten entgegentrat, setzte allmählich Beruhigung ein.

Vielleicht ist es ja möglich, nach Beendigung der heutigen Strukturwandlung wieder zu allgemein gültigen — wenn auch anderen — Gesetzen zu kommen. Zumindest muß heute eine größere Anzahl Konjunktursymptome — z. B. Arbeitslosenzahl, Handelsbilanz, Umsätze, Bankenliquidität — in die Betrachtung einbezogen werden, um zu brauchbaren Unterlagen zu gelangen.

E. Die konjunkturelle Bedeutung der Börse in der gesteuerten Wirtschaft

Die Börse hat — darüber ist man sich jetzt ziemlich einig — ihre Funktion als öffentliches Wirtschaftsbarometer verloren[221 222]. Doch nicht nur aus strukturellen Gründen: in einer gelenkten Wirtschaft, in der der Staat die Möglichkeit hat, jeden Wirtschaftssektor in der gewünschten Weise zu beeinflussen, ist für eine andere Stelle, die sich als Gestalter der Wirtschaft geriert, wie früher die Börse, kein Raum mehr. Sie ist nicht nur in dieser Hinsicht wirtschaftlich überflüssig, sondern kann schon aus Prestigegründen nicht geduldet werden, da sich sonst leicht ein „Staat im Staate" bilden würde.

Vor allem aber fällt jede „Prophezeiungsgabe" der Börse — wenn sie eine solche überhaupt je besessen haben sollte — dadurch in sich zusammen, daß in jedem Augenblick eine organische Entwicklung durch Staatseingriff unterbrochen werden kann[223].

Das schließt natürlich nicht aus, daß die Staatsführung in dieser Hinsicht weiter ihre Beobachtungen macht und daraus ihre Schlüsse zieht.

So kann sie u. a. auch — worauf besonders Waldegg[224] hinweist, die Börse als warnende Stelle[225], als Barometer der Wirkungen ihrer Tätigkeit benutzen, das nicht zuletzt auch wehrwirtschaftliche Bedeutung hat:

> „Es hängt viel davon ab, daß das Barometer weiter auf schön Wetter zeigt: Die Konversionsmöglichkeit der Staatsanleihen und die Sanierung zahlreicher Unternehmen, die Effekten in ihrem Portefeuille haben. Der Wert des Instruments vermindert sich aber nicht, wenn seine Aussage einmal ungünstig wird."

---

221 Deutsche Bergwerkszeitung, 9. 9. 1938.

222 Abweichend Splettstößer (Entzieht die Börse der Wirtschaft Kapital:, BBZ, 2. 2. 34): „Die Börse ist noch immer das feinste Meßinstrument . . . Der Willensbildung auf dem großen Markt Börse kommt, nachdem unter den Käufern und Verkäufern eine Auslese nach nationalsozialistischen Grundsätzen erfolgt ist, im Dritten Reich die gleiche Bedeutung als Stimmenbarometer der Wirtschaft zu wie in früheren Zeiten."

223 Kalveram (a. a. O.): „Wir wissen, daß . . . ein bewußt gestaltendes Eingreifen in den Wirtschaftsablauf durch Produktions- und Konsumlenkung die Wellenbewegungen zwar nicht ausschalten, aber . . . wesentlich mildern kann.

224 a. a. O.

225 Jessen, a. a. O., S. 95.

Wenn man die Frage, ob die Spekulation überhaupt in der Lage ist, kommende Verhältnisse vorauszusehen, bejaht, so wird man sich darauf verlassen können, daß auch die Wirtschaftsführung eines autoritär gelenkten Staates sich die Quellen zunutze macht, aus denen die Spekulation ihre Informationen schöpft, und daß er bei der Auswertung des gewonnenen Materials die Übertreibungen vermeidet, die mit der Spekulation nun einmal verknüpft sind.

II. Die Bedeutung der Börseneinkommen

A. Worum es geht

Der komplizierte Apparat der Börse beschäftigt auch eine große Anzahl Menschen, teils als Angestellte, teils als Makler, Kommissionäre oder Effektenhändler. Das Einkommen der Angestellten und der Vermittlungspersonen ist — unabhängig von der Börsenlage — verhältnismäßig stetig und wird daher auch kaum besondere volkswirtschaftliche Auswirkungen haben. Bei den Banken schon deshalb, weil das Effektenkommissionsgeschäft ja nur einen Teil ihrer Tätigkeit bildet.

Diese Einkommen bieten daher nur Probleme von der sozialpolitischen Seite her; denn der starke Umsatzrückgang an den deutschen Börsen hat zu einer Übersetzung des Börsenapparates geführt. Die Bereinigungsmaßnahmen des Nationalsozialismus haben dann den verbleibenden Personen das Existenzminimum gesichert, während andere ganz ausscheiden mußten[226].

Uns interessiert hier vielmehr das Einkommen der „Spekulanten"[227].

Dadurch, daß, wie bereits früher ausgeführt, per Saldo die Börsianer gewinnen und das Publikum verliert, hat die Börse eine dauernde Einkommensumschichtung zur Folge, die sich kapitalakkumulierend und damit kapitalbildend auswirkt[228].

Verhältnismäßig uninteressant sind die Spekulationsgewinne zu Zeiten kurzwelliger Börsenschwankungen, da sich dann meist Gewinne und Verluste des einzelnen Spekulanten im großen und ganzen ausgleichen.

B. Darstellung nach Richter—Altschäffer

Betrachten wir dagegen eine Periode gleichgerichteter Börsenbewegung von längerer Dauer, so werden sich nach Richter—Altschäffer[229] bei einer Hausse erhöhte Gewinne einstellen. Diese wirkten sich in einer Konsumsteigerung aus, welche sich bei den in Frage kommenden Kreisen auf eine ganz bestimmte Klasse von Artikeln — insbesondere Luxusgegenstände — richtet. Damit werde aber — so Altschäffer — die Nachfrage auf diesem Gebiet beträchtlich erhöht, die Preise würden steigen, und eine Produktionsverlagerung sei die letzte Folge.

---

[226] Vgl. 5. Kapitel, Abschnitt I.

[227] Eine wesentliche Rolle spielen auch die Emissionsgewinne, die jedoch keine typischen Börseneinkommen, sondern Einkommen des Effektenmarkts überhaupt sind. Ein Großteil davon haben in letzter Zeit die Banken an sich gerissen. Da sie „endgültige" Gewinne sind, tragen sie häufig mit zur Kapitalbildung bei (durch das Aktiengesetz sogar vorgeschrieben).

[228] Vgl. 2. Kapitel, Abschnitt I C 2.

[229] Börsenbewegung und Volkswirtschaft (Der Deutsche Volkswirt, 21. 2. 1930, S. 664 ff).

Der umgekehrte Vorgang spiele sich dann bei einer Baisse ab, die große Verluste dieser Spekulantenkreise zur Folge habe.

Langanhaltende, gleichgerichtete Börsenbewegungen brächten daher eine Beunruhigung der Volkswirtschaft mit sich. Gunzert[230] mißt diesen Konsumverschiebungen sogar konjunkturelle Bedeutung bei.

Verschärft würde das Problem noch dadurch, wenn der Gewinnende Ausländer ist. Die Realisierung bedeute dann Verlust an Volksvermögen; umgekehrt sei es ein volkswirtschaftlicher Gewinn, wenn Deutsche im Ausland Spekulationsgewinne machen.

C. Die Lehrmeinungen

Altschäffer hat recht, daß bei anhaltend steigenden Kursen den realisierten Gewinnen keine gleichzeitigen Verluste anderer Börsenteilnehmer gegenüberzustehen brauchen; denn auch der Käufer eines Papiers macht einen Gewinn, wenn er rechtzeitig wieder verkauft, solange die Kurse noch steigen. Dennoch müssen von ihm erhöhte Geldmittel aufgewendet werden, um in den Besitz der Papiere zu gelangen. Es wird also keine neue Kaufkraft durch die Gewinne geschaffen, sondern nur Kaufkraft übertragen. Voraussetzung für eine Konsumverlagerung wäre daher, daß der Käufer die Kaufkraft anders verwendet haben würde, als es der Verkäufer tut, weil ja sonst der Mehrkonsum des einen durch den Minderkonsum des anderen kompensiert würde. Das führt zwangsläufig zu der weiteren Schlußfolgerung, daß die Gewinner — also die Verkäufer — anderen Kreisen mit anderen Konsumgewohnheiten entstammen als die Käufer.

Gunzert erklärt diese Erscheinung so, daß bei ansteigender Börsenkonjunktur das Publikum, bei fallender dagegen die Berufsspekulation Gewinne macht. Die Konsumverschiebung komme dann auf die Weise zustande, daß die Berufsspekulanten an Zahl viel geringer sind als das Publikum. Daher fielen mengenmäßig nur die Konsumschwankungen des Publikums ins Gewicht. Die von Gunzert unterstellte Hypothese trifft jedoch m. E. nicht zu; denn das Publikum kauft doch gerade bei steigenden Kursen, anstatt Gewinne zu realisieren.

Von der gleichen — von uns bereits widerlegten — Hypothese geht auch Czernin[231] aus, wenn er die Konsumverschiebung dadurch zu erklären versucht, daß die konsumtive Verwendung der Kursgewinne sich im Wesentlichen auf das Publikum beschränke, während die Gewinne der Börsianer dem Kapitalmarkt wieder zugute kämen.

Ein einleuchtenderes Argument bringt Czernin an anderer Stelle[232] damit, daß das Publikum schon auf Grund noch nicht realisierter Kursgewinne Mehrausgaben vornimmt und daß andererseits der gewinnende Spekulant bei seinen Ausgaben das Gefühl für Grad und Maß verliert.

D. Kritik

Jedenfalls setzt diese letztere Erklärung nicht unbedingt eine Zweiteilung des Marktes in Berufsspekulanten und Publikum voraus, eine Teilung, die praktisch nie hundertprozentig verwirklicht werden wird;

230 a. a. O., S. 54 f.
231 a. a. O., S. 186.
232 a. a. O., S. 187.

denn die meisten Börsianer sind schon rein veranlagungsmäßig entweder Haussiers oder Baissiers, nicht aber einmal das eine und dann das andere.

Des weiteren ist zu bezweifeln, ob sich der Konsum der Berufsspekulanten in der Tat so nach ihrem augenblicklichen Einkommen richtet. Es ist vielmehr anzunehmen, daß sie durchgehend einen verhältnismäßig hohen Lebensstandard führen und, wenn ihnen die Mittel fehlen, Schulden machen.

Die von Richter—Altschäffer geschilderte Auswirkung der internationalen Beziehungen muß freilich auf jeden Fall zugegeben werden.

Vor allem aber wird m. E. die volkswirtschaftliche Tragweite solcher Konsumverschiebungen überschätzt. Die Spekulationsgewinne nehmen doch zahlenmäßig einen so geringen Bruchteil (schätzungsweise $^1/_4$%) des Volkseinkommens ein, daß die daraus resultierende Konsumverschiebung kaum gleich eine akute Preissteigerung zur Folge haben dürfte. Das gilt ganz besonders im heutigen Staat, wo einerseits die Gewinnmöglichkeiten der Spekulation stark eingeschränkt sind, zum andern Konsumlenkung und Preisstop schädliche Auswirkungen verhindern.

Endgültige Entscheidungen lassen sich hier schwer treffen, weil gerade diese Einkommensart und viel mehr noch ihre Auswirkungen besonders schwer statistisch erfaßbar sind. Einen Anhaltspunkt liefern immerhin die äußerst geringen Erträge der Spekulationssteuer. Danach werden die gesamten jährlichen Einkommen aus Spekulationsgewinnen auf höchstens 100—200 Mill. RM im Jahr geschätzt[233] gegenüber einem nach Milliarden zählenden Volkseinkommen[234].

III. Der Börsenkurs als Kontrolle der Bankpolitik[235]

Durch den Kurs bewertet die Börse zugleich die Lage der Unternehmungen. Sie beurteilt aber nicht nur den finanziellen Status, sondern vor allem auch die Geschäftsgebarung. Durch die Öffentlichkeit des Börsenkurses nun wird dieses Urteil in die gesamte Wirtschaft weitergetragen. Wenn daher das Urteil der Börse negativ ausfällt, wird dadurch der Kredit und das Ansehen des betreffenden Unternehmens empfindlich geschädigt. Der Börsenkurs übt also eine gewisse Kontroll- und Garantiefunktion für eine solide Politik der Geschäftsleitung der Kapitalgesellschaften aus; denn der Gefahr, in öffentlichen Mißkredit zu kommen, wird sich niemand gern aussetzen.

Die Banken als Treuhänder des Volksvermögens tragen der Volkswirtschaft gegenüber eine ganz besondere Verantwortung. Es ist daher nur zu berechtigt, daß die Volkswirtschaft Einblick in und Einfluß auf die Politik der Banken zu gewinnen sucht.

Die allen Kapitalgesellschaften gegenüber stattfindende Kontrolle durch die Generalversammlung bleibt einer Bank gegenüber ziemlich wirkungslos; denn das Eindringen in den komplizierten Apparat einer

---

233 Frankfurter Zeitung, 25. 7. 39. („Steuererleichterung" im Kapitalverkehr) und Bankarchiv 1939, S. 393 f.

234 Im Jahre 1936 z. B. 54 Mrd. RM.

235 Jessen, a. a. O., S. 51 ff.

Bank erfordert genaue Fachkenntnisse und erheblichen Zeitaufwand, um sich ein abschließendes Urteil über deren Geschäftsgebarung bilden zu können.

Die Banken wären also in ihrer Geschäftspolitik bis zum Jahre 1931 ziemlich selbstherrlich gewesen, wenn nicht die Börse gewesen wäre. Denn an der Börse verrieten sie sich durch ihre eigenen Handlungen: Das Maß, in dem sich ein Unternehmen in gewagte Spekulationen einließ, bot der Fachwelt einen sicheren Maßstab dafür, wie es um seine Solidität bestellt war. Der Weg, auf dem sie ihr Urteil an die Öffentlichkeit brachte, waren die Kurse der Bankaktien.

Diese Kontrolle — so unvollkommen sie auch war — setzte immerhin allzu riskanten Transaktionen der Banken eine Schranke; denn das Bewußtsein des Beobachtetwerdens legte ihnen bereits eine gewisse Mäßigung auf. Gerade bei einer Bank steht und fällt ja ihre Existenz mit ihrem guten Ruf, da niemand sein Geld einem Institut anvertraut, von dem er fürchten muß, daß es die verwalteten Mittel verliert.

Diese an sich unvollkommene Kontrolle durch die Börse wurde mit der Zeit noch schwächer dadurch, daß einmal die Banken den Schwerpunkt ihres Geschäfts immer mehr aus der Börse herausverlegten, zum andern aber Privatbankiers und sonstige Personen des Kreditgewerbes allmählich verdrängten und dadurch sowie über die Börsenkredite zum Teil selbst die Börse beherrschten. Hinzu kam die scharfe Konkurrenz der einzelnen Großbanken, so daß es geschickten Großschuldnern gelang, eine Bank gegen die andere auszuspielen und sie dadurch zu Konzessionen zu veranlassen, um zum Schluß bei allen Kredit aufzunehmen. Wären sich um 1930 die Banken einig gewesen, so hätte sich vieles vermeiden lassen.

Die Kreditkrise des Jahres 1931 zeigte dann, daß es hoch an der Zeit war, die Banken einer schärferen Kontrolle zu unterwerfen; nach Sachlage kam hierzu nur der Staat in Frage. Durch Verordnung des Reichspräsidenten vom 19. 9. 1931 wurde daher ein Bankenkuratorium und ein Bankkommissar eingesetzt, dem alle Kreditinstitute verpflichtet waren, Einblick in ihre Betriebsführung zu gewähren, und der durch Ordnungsstrafen die schlimmsten Mißstände abstellen konnte.

1934 wurden durch das KWG aus diesen beiden Behörden das Aufsichtsamt für das Kreditwesen und der Reichskommissar, denen damit zugleich erheblich erweiterte Befugnisse zuteil wurden. Hatten sie bisher nur eine korrigierende Tätigkeit, so konnten sie nunmehr gestaltend auf das deutsche Bankwesen einwirken (z. B. durch Liquiditätsvorschriften, Konzessionsentziehungen, laufende Berichterstattungspflicht der Banken usw. usw.).

Damit aber war die Börse als Kontrollorgan überflüssig geworden; diese ihre ehemalige Funktion ist ihr also nicht nur beschnitten, sondern gänzlich genommen worden.

IV. Die fiskalische Bedeutung der Börse

Die Funktionen der Börse liegen nicht nur auf dem Gebiet der Privatwirtschaft, sondern stehen in mindestens ebenso starkem Maße im Dienste des Fiskus.

Und zwar liegen ihre Funktionen hier in zwei verschiedenen Richtungen: als Markt für staatliche Schuldverschreibungen aller Art und als Besteuerungsobjekt.

Auf eine ausführliche Darstellung der Bedeutung der Börse für den *Vertrieb öffentlicher Obligationen* kann an dieser Stelle verzichtet werden, weil hierauf bereits in dem Abschnitt „Staat und Privatwirtschaft im Kampf um den Kapitalmarkt" näher eingegangen wurde. Wie bei privaten Wertpapieren erleichtert die Förderung der Traditionsfähigkeit durch die Börse auch die Emission öffentlicher Schuldverschreibungen. Daß diese Bedeutung auch heute noch in vollem Umfange besteht, wird dadurch veranschaulicht, daß noch im Juli dieses Jahres für die neuste Schöpfung, die Steuergutscheine II, die Zulassung zum amtlichen Handel bewirkt wurde. Der Handel an der Börse erleichtert nebenbei auch eine Kurspflege.

Hinsichtlich der Bedeutung der Börse als *Besteuerungsobjekt* kann es nicht Aufgabe dieser Abhandlung sein, eine eingehende Darstellung der gesetzlichen Regelung zu geben, die sich in jedem Lehrbuch über Steuerrecht findet, sondern uns kommt es hier nur auf die fiskalische Bedeutung und die grundsätzliche Problematik an.

Von den Kapitalverkehrssteuern können wir die Gesellschaftssteuer und die Wertpapiersteuer außer acht lassen, weil sie jede Emission treffen, gleichgültig, ob sie an der Börse erfolgt. Das Aufkommen an Börsenumsatzsteuer zeigt folgende Kurve (es werden hier nur die Maxima und Minima aufgeführt):

1881 —	1,6 Mill. Mark	1907 —	9,3 Mill. Mark
1889 —	15,1 „ „	1911 —	24,6 „ „
1893 —	8,9 „ „	1915 —	3,4 „ „
1895 —	20 „ „	1924 —	112,8 „ „
1896 —	13,3 „ „	1925 —	40,3 „ „
1897 —	13,8 „ „	1926 —	82,9 „ „
1898 —	13,6 „ „	1932 —	9,1 „ „
1899 —	15 „ „	1934 —	14 „ „
1901 —	13,4 „ „	1935 —	13,8 „ „
1902 —	13,6 „ „	1936 —	17,1 „ „
1903 —	13,4 „ „	1938 —	14,7 „ „
1905 —	20,6 „ „		

Das bedeutet also rund 1‰ des Gesamtsteueraufkommens.

Unter Berücksichtigung verschiedener Änderungen der Steuersätze (anfangend mit 0,1‰, bis 1924 steigend auf 6‰, dann wieder fallend auf 0,75 bzw. 1,5‰[236]) zeigt sich — entgegen der Warenumsatzsteuer — eine starke Konjunkturabhängigkeit dieser Steuer.

Mit einer entsprechenden Staffelung hat man zugleich börsenpolitische Zwecke verfolgt: Durch halbe Steuersätze für Händlergeschäfte fördert man die Einschaltung der Makler an der Börse; durch Ermäßigung der Steuer auf ein Zehntel begünstigt man die Arbitrage. Auch der Be-

[236] Für festverzinsliche Werte sind die Sätze geringer.

nachteiligung der Provinzbanken durch Doppelbesteuerung wurde neuerdings abgeholfen.

Eine Steuer, die nicht die Börse besteuert, sondern im Gegenteil die außerbörslichen Umsätze, um diese an die Börse zu ziehen, ist die Kompensationssteuer. Sie ist also die einzige „börsenfreundliche" Steuer. Seit 1931 überdeckt sie die bei Kompensationen ersparten Kosten.

Eine ähnliche Maßnahme bildet die zeitweilige Freistellung ausländischen Wertpapierbesitzes von der Kapitalertragsteuer, eine Regelung, die insofern nur dem Grundsatz der Gerechtigkeit entsprach, als diese Erträge durchweg im Ausland noch einmal zur Einkommensteuer herangezogen werden. Im Inland bedeutet jedoch die Kapitalertragsteuer eine Ungerechtigkeit insofern, als sie auch zu Lasten derjenigen Personen erhoben wird, die sonst von der Einkommensteuer freigestellt sind.

Eine Zeitlang projektierte man auch eine progressive Dividendenbesteuerung, die ähnliche Wirkungen gehabt hätte wie das Anleihestockgesetz.

Ähnliche Wirkung, wenn auch eine andere Ursache, wie die Börsenumsatzsteuer hat die Spekulationssteuer[237], die einen Teil der Einkommensteuer bildete. Denn während jene dem Zweck nach in erster Linie eine Finanzsteuer war, sollte letztere eine Erziehungssteuer sein, nämlich der Spekulation Grenzen setzen. Das Aufkommen wich nicht viel von dem der Börsenumsatzsteuer ab. Die genaue Feststellung seiner Höhe ist nicht möglich, da die Spekulationsgewinne unter den „sonstigen Einkünften" nicht gesondert ausgewiesen werden. Sie werden für 1936 auf höchstens 100—200 Mill. Mark geschätzt[238], so daß sich unter Zugrundelegung eines Steuersatzes von 10% ein Aufkommen von 10—20 Mill. Mark im Jahr ergeben würde.

Bei der Spekulationssteuer besonders zu beanstanden war die Tatsache, daß sie — entgegen früherer Übung — jegliche Veräußerung von Wertpapieren vor einjährigem Besitz als Spekulation bezeichnet. Hiermit wurde sie aber den Tatsachen nicht gerecht. Durch die Aufrechnungsmöglichkeiten mit Spekulationsverlusten bestand außerdem die Gefahr der Umgehung durch Scheinverkäufe unter Verlust.

Ganz allgemein besteht das Problem bei der Besteuerung der Börsenumsätze darin, daß sie Kosten verursacht, die zusammen mit Courtagen usw. in Anbetracht der stark gesunkenen Umsätze und Gewinnspannen die realisierten Gewinne so stark schmälern[239], daß Umsätze oft nicht lohnen und daher unterbleiben. So gingen von 1900—1905 infolge Erhöhung der Börsenumsatzsteuer die Umsätze um die Hälfte zurück[240].

---

237 Auf der gleichen Ebene liegt auch eine schon vor dem Krieg geplante, aber nicht zur Erhebung gekommene Vermögenszuwachssteuer.

238 Frankfurter Zeitung v. 25. 7. 39 und Bankarchiv 1939, S. 393 f.

239 1923 Spesenbelastung bei An- und Verkauf 11% des Kurswertes.

240 Cahnmann: Die Börse als Objekt der Besteuerung (Wirtschaftskurve 1933, S. 162).

Letzten Endes werden durch hohe Steuersätze nicht nur Spekulationen verhindert, sondern auch echtes Kapital, vor allem ausländisches Kapital dem heimischen Effektenmarkt ferngehalten. Damit aber wird neben Beeinträchtigung einer großen Anzahl von Börsenfunktionen vor allem die Liquiderhaltung der Effekten erheblich gemindert. Hierzu gesellt sich noch die psychologische Wirkung; so hat die Aufhebung der Spekulationssteuer im Juli 1939 der Börsentätigkeit einen so starken Auftrieb gegeben, wie er zu den kostenmäßigen Vorteilen dieser Maßnahme in keinem angemessenen Verhältnis steht, zumal diese Vorteile sich erst im nächsten Jahr auswirken werden und ein großer Teil der in Frage kommenden Umsätze auch vorher unter die Freigrenze gefallen wäre. Weiter ist zu bedenken, daß die Börsensteuern oft auf die wirtschaftlich weniger leistungsfähigen Auftraggeber überwälzt werden. Endlich bringt die Börsenbesteuerung für die Banken eine zusätzliche Arbeitsbelastung mit sich.

Im Dritten Reich hat auch die Besteuerung der Börse erheblich an Bedeutung eingebüßt: in fiskalischer Hinsicht deshalb, weil mit den Umsätzen auch die Erträge zurückgegangen sind, in börsenpolitischer Hinsicht aber, weil der Staat in höherem Maße als früher die Möglichkeit hat, durch Gebot und Verbot unerwünschte Erscheinungen abzustellen, anstatt sie durch indirekte Mittel wie Besteuerung usw. lediglich zu erschweren.

Da der Staat selbst das größte Interesse daran hat, die Börse leistungsfähig zu erhalten, sind im Jahre 1939 bereits mehrere Steuererleichterungen erfolgt, z. B. Beschränkung der Einkommensteuer auf das Agio der Steuergutscheine auf 10%, und es ist zu hoffen, daß diese Tendenz beibehalten wird.

V. Die Bedeutung der Effektenbörse für das Anlagepublikum

Bis jetzt haben wir die Kapitalanlage in Effekten immer nur unter dem Gesichtspunkt ihres volkswirtschaftlichen Hauptzweckes, der Bildung von Realkapital, betrachtet. Diese Betrachtungsweise ergab zwangsläufig eine Gesamtschau vom Emittenten aus. Wir erörterten daher bisher die Bedeutung des Publikums für die Börse, nicht aber die der Börse für das Publikum.

Wenn jedoch das Publikum Effekten kauft, so denkt es nicht an die volkswirtschaftliche Funktion, die es dabei erfüllt, sondern daran, wie es sein Geldkapital am besten anlegt. Am besten, das heißt: am rentabelsten, am sichersten und am liquidesten.

Das börsenunkundige Publikum möchte nun am liebsten „alle drei Fliegen mit einer Klappe schlagen“[241]. Jedoch ist es ein Grundsatz in der Kreditwirtschaft, daß die Rentabilität einerseits, Sicherheit und Liquidität andererseits sich umgekehrt proportional verhalten. Denn bei unsicheren Anlagen muß dem Zins noch eine beträchtliche Risikoprämie hinzugerechnet werden. Dasselbe gilt hinsichtlich der Liquidität, da es

[241] Prion: Börsen — wozu?, S. 93.

sich ja auch hierbei um ein Risiko, nämlich das Risiko nicht rechtzeitiger Realisierung, handelt.

Daher muß sich der Anleger von vornherein darüber klar sein, ob er wagen und verdienen oder sich mit geringeren, aber sicheren Erträgen begnügen will. Entscheidend hierfür ist — wie bereits an anderer Stelle betont — der Sparzweck: Wer auf die Erträge bzw. auf die spätere Verwendung seines Kapitals angewiesen ist, tut besser daran, sichere Anlagen zu wählen, während der wohlhabende Kapitalist mit seinen Überschüssen ruhig einmal „spekulieren" darf[242]. (Obgleich es in der Praxis bisweilen vorkommt, daß ursprünglich zu Anlagezwecken erstandene Wertpapiere spekulativ verkauft werden, wenn der Kurs sich überraschend ändert.)

Auch dem Streben nach einer Kompromißlösung sucht die Börse — oder vielmehr das Effektenprinzip — gerecht zu werden: nämlich durch Risikomischung. Das ist auf zweierlei Weise möglich. Einmal durch Anlage teils in sicheren, teils in risikoreichen Effekten; zum andern durch Anlage in Effekten gleichen Risikos, aber verschiedener Wirtschaftszweige. Je vollkommner jedoch diese Risikomischung durchgeführt ist, je stärker also das Gesetz der großen Zahl zur Wirkung kommt, um so mehr gleicht sich aber der erzielte Ertrag — unter Einrechnung der Verluste — wieder dem niedrigen Zins für sichere Anlagen an, denn um so sicherer treten die in die Risikoprämie einkalkulierten Verluste ein und zehren sie auf. Das beste Beispiel bilden die neueren Geschäftsergebnisse der Investment Trusts in England und Amerika.

Eine ganz andere Frage ist es, ob der Anleger überhaupt die Einrichtung der Börse benutzen soll; denn mangels eigener Zulassung ist er hierbei auf die Vermittlung der Banken angewiesen. Gerade hinsichtlich der Spekulation bedeutet das aber einen empfindlichen Nachteil, denn hierdurch erklärt es sich, daß das Hinterherhinken der Publikumsspekulation um einen Tag kein Zufall, sondern wesensmäßig mit der gegenwärtigen Organisation der Börse verbunden ist. Hinzu kommt dann noch die Möglichkeit der Übervorteilung durch die Kommissionsbanken, z. B. Kursschnitte, Kursmanipulationen, Unterbringung bei Kunden von Beständen, auf denen die betreffende Bank als Emissionsbank sitzen geblieben ist.

Als drittes wirkt sich die mangelnde Fachkenntnis nachteilig für die Spekulation des Publikums aus.

Erwägt man nun die Möglichkeit, daß das Publikum auf eine Inanspruchnahme der Börse überhaupt verzichtet, so würde jedoch die Abhängigkeit von den Banken bestehen bleiben, ja sogar verstärkt werden, weil dann auch noch die öffentliche Kursfeststellung an der Börse usw. fortfällt und damit der Willkür der Banken Tür und Tor geöffnet ist. Ein Verzicht auf die Börse würde daher einem Verzicht auf eine Effektenanlage überhaupt gleichkommen.

Dies um so mehr, als allein die Börse dem Anleger eine genügende Liquidität seiner Anlage garantieren kann.

---

[242] Daß diese Spekulationen meist mit Verlust enden, steht auf einem anderen Blatt.

Will daher der Anleger sich mit relativ geringen Zinsen begnügen, so tut er am besten, sein Geld auf Sparkonto einzuzahlen. Damit ändert sich das Verhältnis der „Vorrangstellung“[243]: Der Kapitalist ist nun nicht mehr von der Bank abhängig, sondern diese wird im Gegenteil um ihn werben, besonders wenn es sich um höhere Summen handelt. Vor allem hat er hier einen Rechtsanspruch auf jederzeitige Rückzahlung ohne Disagio. Volkswirtschaftlich bestehen hiergegen keine wesentlichen Bedenken, weil die Kreditinstitute ja ihre Einlagen auch zum großen Teil in Effekten anlegen. Der einzige Nachteil dieser „indirekten Effektenanlage“ ist eine weitere Entpersönlichung der Kreditbeziehungen.

[243] Czernin a. a. O., S. 113.

5. Kapitel:

Die wirtschaftsethische Problematik der Effektenbörse

Bisher haben wir die wirtschaftlichen Funktionen der Effektenbörse betrachtet und die dabei sich ergebenden rein wirtschaftlichen Probleme aufgerollt. Das hat insofern seine Berechtigung, als gerade die Börse die Quintessenz des Wirtschaftlichen ist und daher andere Erwägungen in ihrer Nähe keinen Platz zu haben scheinen. Demnach haben auch viele Autoren es abgelehnt, die Börse nach anderen als wirtschaftlichen Gesichtspunkten zu beurteilen. Dieser Standpunkt kann heute jedoch nicht mehr absolut aufrecht erhalten werden in einem Staate, in dem die Wirtschaft nicht mehr im Mittelpunkt alles Geschehens steht. Falls sich daher Interessenkonflikte zwischen verschiedenen Lebensgebieten ergeben, muß entschieden werden, welches das wichtigere ist. Auf der anderen Seite darf man dabei natürlich nicht in den Fehler verfallen, jede Erscheinung an der Börse, die irgendwie unmoralisch riecht, gleich in Grund und Boden zu verdammen oder gar ethisch indifferente Vorgänge nach moralischen Grundsätzen beurteilen zu wollen[244]. Dies würde zu einer übertriebenen Wirtschaftsromantik führen.

I. Soziale Ungerechtigkeit

A. Benachteiligung des Publikums

Das soziale Kernproblem der Effektenbörse besteht darin, daß das Publikum, dessen Kapital doch die Lebensgrundlage für die Börse bildet, gegenüber den Börsianern immer den Kürzeren zieht. Dem könnte man immerhin das „Abhärtungsprinzip" als Rechtfertigung entgegenhalten; jedoch erstrecken sich diese Verluste nicht nur auf das spekulierende Publikum, sondern leider auch auf das Anlagepublikum. Denn wie jede Massenerscheinung erfolgen auch die Anlagekäufe des Publikums zu bestimmten Terminen und aus bestimmten Anlässen, so daß die Spekulation bei einiger Beobachtung schätzen kann, wann das Publikum kaufen bzw. verkaufen wird, und sich dementsprechend rechtzeitig eindecken wird, um später zu erhöhtem Kurs die Effekten an das Publikum weiterzuverkaufen, und umgekehrt.

---

[244] Nell—Breuning (a. a. O., S. 16) hält eine „negative Aufmerksamkeit" für moralische Gesichtspunkte für ausreichend.

Praktisch wird damit also eine unter sozialem Gesichtspunkt unerfreuliche Einkommens- und Kapitalakkumulation erreicht; denn bei den Verlierern handelt es sich immer um die breite Masse, während die Gewinne nur wenigen zugute kommen.

In gewissem Maße ist nun diese Erscheinung wesensmäßig mit der Börse verbunden[245], denn eine Börse ohne Spekulation wäre eben keine Börse mehr, sondern ein träger Markt. Damit würde aber zugleich die Liquidität der Effektenanlagen, die doch gerade im Interesse der Anleger besteht, erheblich leiden. Solange sich daher die Verluste des Publikums in erträglichen Grenzen halten, müssen diese wohl für die im Gesamtinteresse wichtigere Liquidität in Kauf genommen werden.

Nicht zu dulden ist es dagegen, wenn Teile des Volkes in Börsengeschäften ihr ganzes Vermögen verlieren; dies ganz besonders dann, wenn Privatleute durch die Tätigkeit von Animierbanken usw. in Engagements verwickelt wurden, deren Tragweite sie gar nicht übersahen. Und hier hat der Staat tatkräftig eingegriffen. Da diese Gefahr bei dem Termingeschäft insbesondere gegeben ist, weil dessen Erfüllung erst in der Zukunft liegt, so ist es verständlich, daß sich das Vorgehen der Regierung immer in der Hauptsache gegen das Termingeschäft richtete[246]. Hierdurch wurde jedoch das Problem nicht radikal gelöst, denn es bildeten sich sofort Ersatzformen für das Termingeschäft (Börsenkredit usw.) heraus, bei denen eine Spekulation noch viel gefährlicher war.

Auch die teilweise mangelhafte Kapitallenkung bzw. Kapitalfehlleitung durch die Börse haben ein gut Teil der Verluste auf dem Gewissen. Auch hier wurden sie viel weniger von dem wirklich Schuldigen getragen als von der breiten Masse des Anlagepublikums.

Der zweite soziale Problemkreis nun liegt innerhalb der Börse selbst.

B. Soziale Härten innerhalb der Börse

Aus der Erkenntnis heraus, daß Börsengeschäfte auf Kredit besonders den ruhigen Verlauf an der Börse stören, zumal die Risiken heute größer sind als früher, wurde die Forderung nach einer Mindest-Kapitalkraft jedes Börsenmitgliedes erhoben und teilweise auch durchgeführt, z. B. durch eine ständige Einlage bei der Liquidationskasse. Damit aber wurden auch hier die potenten Börsenfirmen gegenüber den kleinen bevorzugt. Denn die großen Bankfirmen sind ohnehin schon durch eine bessere Nachrichtenübermittlung und das gleichzeitige Depositengeschäft im Vorteil.

Durch die Übersetzung im Börsenwesen, die z. T. darauf zurückzuführen war, daß auch viele Privatbankiers und entlassene Bankangestellte das Maklergewerbe ergriffen hatten, den Umsatzrückgang und das immer stärkere Überhandnehmen der Großbanken wurde die Lage der kleinen Makler seit der Inflation besonders verschärft. Die Unterbietungen in den Courtagesätzen wurden untragbar. Viele konnten

---

[245] Offermann (a. a. O., S. 234) sieht dagegen die Ursache nicht in der Börse, sondern im Effektenkapitalismus überhaupt.

[246] Das Schutzprinzip steht hier also dem Umsatzprinzip diametral entgegen.

sich nur noch durch Eigenspekulationen halten. Eine Bereinigung wurde durch die Börsenreform 1934 durchgeführt (Börsenzusammenlegung, Konzessionsentziehung); wenn diese auch vielfach Härten mit sich brachte, kann doch nunmehr die Existenz der verbliebenen Börsenmitglieder als gesichert gelten. Die Wiedereingliederung der Ausgeschiedenen in den Arbeitsprozeß aber dürfte in Anbetracht der ansteigenden Wirtschaftsentwicklung nicht allzu schwer gewesen sein.

II. Untergrabung der Wirtschaftsmoral

Der am häufigsten der Börse gemachte Vorwurf ist der: Sie wecke bzw. fördere durch die Spekulation die Gewinngier der Beteiligten und trage damit zur Untergrabung der allgemeinen Volksmoral bei.

Um diese Frage gerecht beurteilen zu können, müssen wir uns vor Augen halten, daß ein gewisses Gewinnstreben die Grundlage jeder gewerblichen Tätigkeit bildet[247]. Ein gewisses Maß an gesundem Wirtschaftsegoismus ist daher die Triebfeder der Wirtschaft überhaupt[248]. Es fragt sich also, wo die Grenze zwischen gesundem und ungesundem Gewinnstreben liegt. Man könnte vielleicht so sagen: Gesundes Gewinnstreben liegt immer noch dann vor, wenn der Wille zur Gegenleistung vorhanden ist.

Diesen Willen zur Gegenleistung aber hat man der Spekulation vielfach abgestritten und ihr „arbeitsloses Einkommen"[249] vorgeworfen. Man wird aber den Begriff des arbeitslosen Einkommens besser durch „leistungsloses Einkommen" ersetzen; denn auch Zinseinkommen sind zwar arbeits-, aber keineswegs leistungslose Einkommen; die Überlassung von Kapitaldisposition ist sogar eine sehr wichtige volkswirtschaftliche Leistung. Liegt die volkswirtschaftliche Leistung der Spekulation hauptsächlich in der Marktverbreiterung, so findet sie ihren privatwirtschaftlichen Ausdruck vorwiegend in der Risikoübernahme. M. E. ist es daher nicht möglich, die Einkünfte der Spekulation — wenigstens die der Berufsspekulation — als leistungsloses Einkommen in Grund und Boden zu verdammen[250].

Eine andere Frage ist die des *Börsenspiels*. Auch dieser Ausdruck wird oft gedankenlos benutzt. Denn ein Spiel im wirtschaftlichen Sinne liegt doch nur dann vor, wenn der Einsatz erfolgt, ohne daß beide Partner mit effektiver Lieferung bzw. Abnahme rechnen und ohne daß begründete Aussicht für eine Kursbewegung in der erhofften Richtung besteht, also der Spekulant nur „sein Glück versucht". Dieser Fall liegt jedoch nur sehr selten vor. Die effektive Abnahme wird häufig nur verdeckt durch die Form der Erfüllung im Wege der Verrechnung. Genau so gut könnte man einen Transithändler als Spekulanten bezeichnen, der auch die gekaufte und gelieferte Ware häufig überhaupt nicht zu sehen bekommt.

---

247 Nell—Breuning, a. a. O., S. 17.

248 Lansburgh, Die Börse, S. 28: „Ein moralischer Markt ist noch keineswegs eine Börse."

249 Halm, a. a. O., S. 153.

250 Nell—Breuning (a. a. O., S. 19) meint, man könne eher das Einkommen der Bettelmönche als ein leistungsloses bezeichnen.

Auch der Begriff des „Glückspiels" fällt für die Berufsspekulation fort, der man doch immerhin einigen Sachverstand zutrauen kann. Von einem Börsenspiel kann man daher eigentlich nur bei reinen Wetten sprechen, daß der Kurs eines Papiers sich so oder so bewegen wird, wobei ausdrücklich die effektive Lieferung ausgeschlossen wird. Solche Geschäfte werden durch das amerikanische Ticker-System begünstigt; in Deutschland kommen sie kaum vor.

Eine Abart des reinen Differenzgeschäfts ist das Prämien- und Stellagegeschäft; deshalb ist es auch in Deutschland verboten.

Zahlreiche Angriffe hat auch der Terminhandel über sich ergehen lassen müssen[251].

Wir haben hier den paradoxen Fall, daß durch die gesetzlich geschaffene Möglichkeit des Differenzeinwandes das normale Termingeschäft erst zum Spiel gestempelt wird. Denn erst sie ermöglicht es dem Gelegenheitsspekulanten, bei ungünstiger Kursentwicklung die Erfüllung zu verweigern, und verschafft ihm gegenüber dem Berufsspekulanten, der dies nicht darf, einen ungerechtfertigten Vorteil.

Da eine gewisse Spekulation unausrottbar ist, so hält Nell—Breuning[252] es für das Richtigste, ihr dann auch die technisch vollkommenste Form, nämlich den Terminhandel, zu geben.

Aber selbst wenn man die Spekulation als Spiel oder Wette bezeichnet, so darf sie doch so lange nicht als verpönt gelten, als der Staat den Betrieb von Instituten wie Lotterien seiner nicht für unwürdig erachtet.

Die Forderung nach einem „gerechten Preis" endlich muß dahin beantwortet werden, daß der wirtschaftlich beste Preis zugleich auch als der gerechte angesehen werden kann (Einzelheiten siehe Kapitel „Preisbildung").

III. Die Entpersönlichung der Wirtschaftsbeziehungen

Bereits das Effektenprinzip hat eine Teilung der Unternehmertätigkeit zur Folge: Aus der früheren einheitlichen Persönlichkeit wird der geldgebende und der handelnde Unternehmer (Aktionär und Vorstand). Denn volle Unternehmereigenschaft kann man dem Aktionär nicht mehr zusprechen, da seine Tätigkeit im allgemeinen lediglich darin besteht, die Handlungen des Vorstandes von Zeit zu Zeit nachträglich gutzuheißen und über die Verteilung des Reingewinns zu beschließen[253]. Die Befugnisse und Haftungsverhältnisse des Vorstandes, besonders nach dem neuen Aktiengesetz, gehen dagegen so weit, daß man ihn nicht gut als bloßen Angestellten betrachten kann[254]. Am engsten sind die Beziehungen des Aktionärs zu seiner Gesellschaft noch bei vinkulierten Namensaktien. Die Entfremdung wächst mit steigender Begebbarkeit über die einfache Namensaktie zum Inhaberpapier und letztlich zum „börsen-

---

251 Lansburgh, Die Börse, S. 87: „Dagegen ist unter dem Gesichtspunkt der Volksmoral das Termingeschäft als ernstes Übel anzusehen."

252 a. a. O., S. 176.

253 Wagemann, (Zinshöhe, S. 364): „Die Dividende . . . hat im Lauf der Zeit immer mehr den Charakter der Zinslast angenommen".

254 Entsprechend steigen auch seine Bezüge.

gängigen Wertpapier". Die Börse fördert also die im gegenwärtigen Zeitalter absolut nicht erwünschte Entpersönlichung der Wirtschaft. Sie geht so weit, daß der Aktionär kaum weiß, was seine Gesellschaft herstellt, und daß der Spekulant beim Kauf von Papieren sich gar nicht mehr bewußt wird, daß er sich damit zum Miteigentümer eines lebendigen Werkes macht. Sie verfügen über Anteile wie über Geld; die Aktien werden bereits auf „Stückekonto gutgeschrieben", um am nächsten Tag vielleicht schon wieder den Besitzer zu wechseln. Es muß nur wunder nehmen, daß bei diesem dauernden Wechsel die Gesellschaften überhaupt noch so ruhig weiterarbeiten können. Immerhin besteht doch ständig die Gefahr, daß sich ein größeres Aktienpaket in einer Hand (z. B. der Konkurrenz) sammelt, die bei der nächsten Generalversammlung plötzlich hervortritt und das Steuer vollkommen umlegt.

Auch die Verantwortlichkeit ist nicht so groß, als wenn der, der die Entscheidungen trifft, zugleich auch das volle Risiko zu tragen hat.

Der geldgebende Unternehmer wird mehr und mehr zum Rentner.

Auch der Börsenverkehr selbst hat eine starke Entpersönlichung erfahren mit der Ersetzung des persönlichen Kredits durch Einschüsse bei der Liquidationskasse. Diese Seite dagegen kann man nur als Vorzug bezeichnen, da sie der allgemeinen Kreditsicherheit dient.

Da die Börse, wie bereits ausgeführt, die Einkommens- und Kapitalakkumulation fördert, trägt sie auch auf diese Weise zur Potenzierung des Effektenkapitalismus bei.

Auch das Problem der Entpersönlichung läuft wie viele andere auf die Frage hinaus, ob man den Effektenkapitalismus will oder nicht. Die Entscheidung dieser Frage soll einem späteren Kapitel vorbehalten bleiben. Will man aber den Effektenkapitalismus, so muß man auch seine nachteiligen Folgen in Kauf nehmen. Jedenfalls gibt es gerade in dieser Hinsicht keinen Kompromiß und keine Möglichkeit, die Folgen irgendwie zu mildern.

IV. Die Börse und das Judentum

Vielfach wird die Ansicht vertreten, daß der Effektenkapitalismus und insbesondere sein Exponent — die Börse — ein Geschöpf jüdischen Geistes seien[255]. Diese Auffassung wird gestützt durch die Tatsache, daß 1932 mehr als 50% aller Kursmakler an der Berliner Börse Juden waren[256]; in Frankfurt und Wien war der jüdische Anteil noch viel größer. Frankfurt und Hamburg (sic!) werden von Sombart geradezu als „Judenstädte" bezeichnet. Wenn schon die Kursmakler, die doch noch die Amtspersonen der Börse darstellen, so stark jüdisch durchsetzt waren, so kann man sich ausmalen, wie die Zusammensetzung der übrigen Börsenbesucher ausgesehen haben mag.

Das war jedoch schon vor einem Jahrhundert nicht besser: 1812 waren 10 des aus 23 Personen bestehenden Berliner Börsencomités anerkannte Juden[255].

Zur weiteren Illustration dient ein Blick in ältere Sitzungsprotokolle des Allgemeinen „Deutschen" Bankiertages: lauter jüdische Namen. Viel-

255 Sombart, Werner: Die Juden und das Wirtschaftsleben, Berlin 1918.
256 Prion: Börsen — wozu?, S. 68.

fach wird den Juden die Erfindung des Termingeschäfts zugeschrieben. Auch die Literatur weist zahlreiche jüdische Namen auf. Die ersten Bücher über das Börsenwesen sind typischerweise von Juden geschrieben worden[257].

Wenn es auch heutiger Übung entspricht, jüdische Literatur beim Quellenstudium zu ignorieren, so halte ich gerade auf einem solchen Gebiet, auf dem der jüdische Einfluß so stark ist, diesen Weg für nicht gangbar, sondern erachte im Gegenteil das eingehende Studium dieser Werke als dazu angetan, die Zusammenhänge zu klären.

Sicher ist, daß der Börsenhandel der Mentalität des Juden in ganz besonderer Weise entspricht. Man beschmutzt sich dabei nicht die Finger; es werden ohne erhebliche Anstrengungen beträchtliche Gewinne erzielt; es kommt gerade auf geschäftliche Aktivität, Beweglichkeit und Verhandlungsgabe unter Zurückstellung jeglicher moralischer Erwägungen entscheidend an. Es leuchtet daher auch ein, daß das Judentum das spekulative Element an den deutschen Börsen verstärkt und gesteigert hat. Die Vertreibung der Juden von den deutschen Börsen im Jahre 1938 und der bereits voraufgegangene Ausschluß der Juden von amtlichen Börsenfunktionen ist daher nur zu begrüßen.

Hieraus jedoch zu folgern, daß Börse und Judentum schlechthin nicht zu trennen seien, ginge zu weit. In allen Ländern bestehen Börsen, seitdem es Effekten gibt, ganz gleich, wie stark in den einzelnen Ländern der jüdische Einfluß war, ganz besonders in Preußen, wo die Börse nicht eine Gründung der Wirtschaft, sondern eine Gründung des Staates war. Die Juden aber belebten zuerst das Geschäft. Im Ausland dagegen waren die Juden bereits in den ersten Anfängen maßgebend an der Entwicklung der Börse beteiligt.

Wäre endlich der NS Staat der Ansicht gewesen, daß die Börse etwas typisch Jüdisches sei, so wäre es ihm ein Leichtes gewesen, die Börse ganz zu schließen, anstatt die Juden daraus zu vertreiben. Natürlich sind nur die Juden als Börsenbesucher vertrieben worden, während den Juden die Anlage von Geldern in Effekten noch jederzeit erlaubt ist. Allerdings besteht eine Melde- und Genehmigungspflicht für größere Verkäufe, um Einflüsse auf das Kursniveau infolge plötzlicher Abstoßungen zu vermeiden, wie sie besonders im Jahre 1933 erfolgten, da die Juden offenbar mit einer Enteignung rechneten. Auch tauschten Emigranten vielfach deutsche Wertpapiere in ausländische ein, welche man damals noch mitnehmen durfte. Im gleichen Sinne wie der Genehmigungszwang sollte die den Juden eröffnete Möglichkeit wirken, die Vermögensabgabe ganz oder teilweise in Form von Effekten zu leisten. Schon das latente Vorhandensein dieser Bestände drückte auf die Kurse.

Das Judenproblem für die deutsche Börse ist jedoch ein zeitlich begrenztes, da in absehbarer Zeit das jüdische Element in Deutschland kaum noch eine nennenswerte Rolle spielen wird. Dann werden wir es höchstens noch im Arbitrageverkehr zu spüren bekommen, da die Juden dann an ausländischen Börsen unseren Interessen entgegenarbeiten werden.

---

[257] de la Vega: Confusion de Confusiones, 1688.

6. Kapitel:

Das Gesamt-Erscheinungsbild der Effektenbörse in den einzelnen Epochen und ihre Kritik

I. Vorkriegszeit

Börse und Wirtschaftsverfassung bedingen einander. Vor dem Kriege war die Börse im Wesentlichen im Vollbesitz ihrer wirtschaftlichen Funktionen[258]. In einer blühenden Wirtschaft, in der die Kapitalbildung reichlich war und die Kapitalanlage gute Produktivität versprach, war es der Börse ein Leichtes, Mittler zwischen anlagesuchendem Kapital und Finanzierung suchenden Investoren zu sein. Auch die Kapitallenkung erfolgte damals noch durch die Börse — wenn sie diese Aufgabe auch nicht gerade vollkommen erfüllt hat[259]. Die Förderung der Kapitalbildung ist als Tendenz überhaupt immer vorhanden; sie hat jedoch entsprechende Einkommen zur Voraussetzung. Das Volkseinkommen in der Vorkriegszeit war gut und speziell das Zinseinkommen, das in besonderem Maße zur Kapitalbildung dient.

Nachdem um die Jahrhundertwende die Spekulation durch Gesetzgebung eingedämmt worden war[260], (Kursmakler — Einschränkung des Terminhandels) war auch die Kursbildung eine stetige. Daher hielt man es auch für gerechtfertigt, den Banken den Selbsteintritt auf Grund des Börsenkurses zu gestatten. Die stetige Kursbildung gewährleistete zugleich eine befriedigende Erfüllung der Sekundärfunktionen der Börse wie Konjunkturbarometer usw. Daher gab es wohl keinen mit Wirtschatfsdingen vertrauten Menschen, der ihre Existenzberechtigung ernstlich hätte bestreiten wollen. Die Börsen waren unlösbar mit dem herrschenden Wirtschaftssystem verschmolzen.

So bezeichnet Max Weber die Börse in seinem mehrfach zitierten Werk als ein „bei jeder nicht streng sozialistischen Gesellschaftsorganisation schlechthin unentbehrliches Instrument". Die Börse sei eine Einrichtung des mordernen Großhandelsverkehrs. Ihre Unentbehrlichkeit für die moderne Wirtschaftsweise sei daher durch letzteren bedingt. Ein Agrarland z. B. braucht keine Börse.

---

258 Schacht, a. a. O., S. 10.

259 Vgl. Abschnitt „Kapitallenkung".

260 Hierin war man zunächst sogar etwas zu weit gegangen, was jedoch durch die Novelle 1908 einigermaßen korrigiert wurde.

Zwar hatte sie genügend Anfeindungen zu erdulden und war in diesem Zusammenhang mit Namen wie „Giftbaum", (Minister Maybach), „Moloch" (Sombart), „Vampir" (Rodbertus) belegt worden; doch stammten diese Angriffe aus Kreisen, die über das Wesen der Börse nicht genügend orientiert waren, wie reine Politiker, Sozialisten, Landwirtschaft usw., und gründeten sich bei näherem Zusehen auf bestimmte Vorfälle, durch die die betreffenden oder von ihnen vertretene Kreise geschädigt worden waren[261]. So wurde die Börse Ende des vorigen Jahrhunderts für den Niedergang der Landwirtschaft verantwortlich gemacht (Papierweizen), und diese Gegnerschaft übertrug sich zugleich auch auf die Effektenbörse.

Ein solcher Schluß von einzelnen Mißständen auf die Untauglichkeit des ganzen Instruments ging zu weit. Dem trugen auch die gesetzlichen Regelungen Rechnung, indem sie nicht die Börsen ganz abschafften, sondern die bestehenden Mißstände abzustellen versuchten. Entsprechend dem Geiste der Zeit beschränkte man sich auf rein organisatorische Maßnahmen, die demgemäß auch nur bedingten Erfolg zeitigten. Denn die Wirtschaftsgesinnung konnte man damit nicht ändern.

II. Weltkrieg

Daß im Weltkrieg eine Börse erforderlich war, haben die Tatsachen bewiesen: Trotz des Verbots der Börse in den ersten Kriegsjahren hat sich ein börsenähnlicher Markt entwickelt, der sogar von der Regierung geduldet wurde und dazu führte, daß am 2. Dezember 1917 die Börsen wenigstens für den Kassaverkehr wieder eröffnet wurden. Der Hauptgrund war die Notwendigkeit einer Umsatzstelle für Wertpapiere, da gerade infolge des Krieges viele Personen gezwungen waren, ihren Wertpapierbesitz zu veräußern (z. B. Wegfall des regulären Einkommens, Zeichnung von Kriegsanleihen). Auch erleichterte das Vorhandensein deutscher Börsen den Verkauf ausländischer Wertpapiere an neutralen Börsen auf dem Arbitragewege, um so Devisen hereinzubringen, die zur Finanzierung des lebensnotwendigen Imports dienen konnten. Die Marktbreite allerdings litt doch wesentlich durch den Wegfall der Arbitrage mit feindlichen Börsen.

Als Emissionsmarkt hat dagegen die Börse im Kriege kaum eine Rolle gespielt, da die Kriegsanleihen nicht über die Börse emittiert wurden und die Aktienemissionen, wenn auch ihre absoluten Größen nicht hinter denen der Vorkriegszeit zurückstanden, doch im Vergleich mit den Kriegsanleihen verschwindend gering waren. Der Emissionsmarkt selbst zeigte dagegen eine außerordentliche Belastung.

Vor allem aber hatte sich die Notwendigkeit der Börse für eine geordnete Preisbildung gezeigt: Da kein offizieller Kurs bestand und die Regierung unklugerweise auch verbot, die inoffiziellen Kurse zu veröffentlichen, machten die Banken Kursschnitte bis zu 20%. Man hatte beim Verbot der Kursveröffentlichung wohl gehofft, das Eingreifen spekulativer Elemente zu verhindern, — doch erreichte man gerade das

[261] Teilweise bezogen sich diese Anfeindungen noch auf die Gründerkrise, die man jedoch als Kinderkrankheit der Börsenentwicklung bezeichnen muß.

Gegenteil; denn der Spekulation ist es viel leichter, auf einem unkontrollierten Markt Manipulationen zu inszenieren.

Die im Weltkrieg gesammelten Erfahrungen haben vor allem den großen Wert, daß sie den im gegenwärtigen Kriege zu treffenden Maßnahmen zur Grundlage dienen konnten, so daß sich dieses Mal größere Fehlgriffe vermeiden ließen. Allerdings ist die Wirtschaftsdisziplin im heutigen Deutschland eine ganz andere, so daß sich nicht mit Sicherheit sagen läßt, wie die Börse reagiert hätte, wenn man damals ebenso verfahren wäre. Dies deutet schon das Verhalten der ausländischen Börsen an, wo sich die Wirtschaftsverfassung inzwischen weniger geändert hat als bei uns.

III. Nachkriegszeit

Die Stellung der Börse in der Nachkriegszeit war insofern eine andere, als sich unmittelbar nach dem Kriege bereits — um mit Jessen[262] zu sprechen — eine „halbgebundene Wirtschaft" herausgebildet hatte. Diese Bindung trug jedoch nicht staatlichen Charakter, sondern war Ausdruck der wirtschaftlichen Konzentration sowohl der Industrie als auch der Banken, die eine direkte Kapitalverflechtung unter Umgehung der Börse mit sich brachte. Das wirkte sich sowohl auf Neuemissionen wie auf den Umsatz kursierender Effekten aus. Der Zins folgte nicht mehr den normalen Wirtschaftsgesetzen. Allerdings reicht diese Bewegung in ihren ersten Anfängen bereits in die Vorkriegszeit zurück.

A. Inflation

Mit der im unmittelbaren Anschluß an den Krieg geplanten Sozialisierung der Wirtschaft, die bereits auf dem Gebiet der Kohlen-, Elektrizitäts- und Kaliwirtschaft ihren Anfang nahm, schien das Ende der Börse gekommen zu sein[263]. Denn in einer voll sozialisierten Wirtschaft, in der das Kapital durch andere Kanäle fließt, ist für die Börse kein Raum mehr; sie gleicht einem Herzen, durch das kein Blut mehr fließt. Die damaligen Sozialisierungsbestrebungen hatten jedoch nicht genügend staatsbildende Kraft, um sich voll durchzusetzen. Die Parteienherrschaft gewann wieder die Oberhand.

Die ungesunden Verhältnisse in der Inflation ließen die Meinung aufkommen, daß die Börse als solche an vielem schuld gewesen sei. Denn es spekulierte nahezu jedermann; die Umsätze stiegen ins Ungemessene, und die Kurse nahmen einen völlig ungeregelten Verlauf. M. E. lag aber der damalige Spekulationstaumel im Zuge der Zeit: den Anlaß bildete die Geldentwertung; hinzu kam die allgemeine unsolide Geschäftsgesinnung überhaupt. Wenn die Börse nicht bestanden hätte, so hätten wahrscheinlich die Spekulationen noch weit größere Ausmaße angenommen, da dann durch das Fehlen einer einheitlichen Preisbildung der Effektenmarkt vollkommen unübersichtlich geworden wäre. So bezeichnet Adolf Weber[264] die Effektenbörse als die „conditio sine qua non und in gewissem Sinne geradezu die Quintessenz der modernen Volkswirtschaft".

---

262 a. a. O.
263 Göppert, a. a. O., S. 3.
264 Depositenbanken und Spekulationsbanken, 3. Aufl., München, 1922, S. 226.

Daß unter diesen Umständen die Börse nicht in der Lage war, die Konjunktur richtig wiederzuspiegeln, bedarf wohl keiner Erwähnung. Eine Kapitallenkung kam in dieser Periode ohnehin kaum in Frage, da nur wenig Emissionen erfolgten. Dagegen ist es wahrscheinlich, daß Börsenspekulationen noch mit zur Verschlimmerung der Inflation beigetragen haben; denn sie brachten ebenfalls eine Steigerung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes mit sich und erhöhten zugleich die allgemeine Panik.

B. Stabilisierung

In der Zeit von 1924—1926 war die Bedeutung der Börse für die Wirtschaft auf ein Minimum herabgesunken, da einerseits ohne Termingeschäft und Spekulation — für die ja nun der Anreiz wegfiel — die genügende Marktbreite fehlte, andererseits die Dividendenlosigkeit die Preisbildung störte[265] und den Anlegern jede Lust zum Kauf von Beteiligungspapieren nahm. Bei Rentenwerten aber, die ja in der Inflation mit entwertet worden waren, war verständlicherweise das Vertrauen des Publikums noch nicht wieder zurückgekehrt. Es waren fast nur Anleihen mit Goldklausel unterzubringen. Überhaupt war die Kapitalbildung in der Deflation kaum nennenswert.

C. Entstehen und Vergehen der Scheinblüte

Der tote Punkt der Stabilisierung wurde durch den Zustrom von Auslandsgeldern und überschüssigen Geldmarktmitteln in Verbindung mit der Wiedereinführung des Termingeschäfts überwunden. Die Industrie, die die in der Inflation verabsäumte Rationalisierung nachholen wollte, sog sie gierig auf; die Nachfrage nach Kapitaldisposition im Inland überstieg bei weitem das Angebot. Inlandskapital wurde fast nur kurzfristig bereitgestellt, da das in der Inflation erschütterte Vertrauen noch nicht wieder hergestellt war. Insbesondere die Auslandsgelder bewirkten eine starke Emissionswelle und eine Hausse der Börsenkurse. Die steigenden Kurse waren jedoch in keiner Weise durch eine tatsächliche Wirtschaftserholung gerechtfertigt, sondern Spielball der Spekulationen. Denn die hereingeströmten Auslandsgelder fanden in vielen Fällen nicht zu Rationalisierungen, sondern zu baulichen Erweiterungen oder gar zu Reparationszahlungen Verwendung. Die Spekulation schien das nicht zu erkennen oder erkennen zu wollen. Infolgedessen führte die Börse ein Eigenleben, sie war ihrer volkswirtschaftlichen Funktion beraubt. Die Divergenz zwischen Börse und Wirtschaft war so stark, daß sie sogar dem Reparationskommissar auffiel. Hätte der Staat rechtzeitig mit geeigneten Mitteln eingegriffen, so hätte sich vielleicht der „Schwarze Freitag" vermeiden lassen. Immerhin muß die technische Überwindung des „Schwarzen Freitags" durch die Börse in Erstaunen setzen: fast alle Aufträge kamen zur Ausführung, wenn auch zu stark gesunkenen Kursen.

Die erregten zeitgenössischen Diskussionen über den „Schwarzen Freitag" lassen erkennen, wie stark die Börse seinerzeit im Mittelpunkt

[265] Benning: a. a. O., S. 85 f.

des Interesses stand und ideologisch dem Zeitgeist entsprach. Seit dem „Schwarzen Freitag" haben die Wertpapierbörsen nur noch vorübergehend größere Geschäfte gesehen[266]. Das Publikum, die tragende Säule, zog sich von der Börse zurück.

Das Absinken der Börsenhausse 1927 bis zur Krise 1931 zeigen die monatlichen Umsätze, die von 7—9 auf 1,5—2 Mrd. RM heruntergingen[267]. Dieser Zustand, in dem die Börse zur Erfüllung ihrer einfachsten Funktionen nicht in der Lage war, war vielleicht schlimmer als die Zeit der übertriebenen Spekulationen. Trotzdem hörte der Expansionsdrang der öffentlichen und privaten Wirtschaft nicht auf und führte vielfach zu Überinvestitionen. Doch spielten hier auch äußere Gründe wie Bekämpfung der Auslandskonkurrenz mit. Die Rendite als Instrument der Kapitallenkung war weitgehend außer Kraft gesetzt. Die Kapitallenkung durch die Börse funktionierte daher ausgesprochen schlecht. Der Ruf der Börse war erneut gesunken.

D. Die Krise 1931/32

Da die Börse das Hereinströmen von Auslandsgeldern nach Deutschland gefördert hat, ist sie an der Bankenkrise nicht ganz unschuldig. Trotzdem wäre nach Walb[268] die im Anschluß daran erfolgende Börsenschließung vermeidbar gewesen. Denn wie wir bereits anläßlich der Betrachtung des Weltkrieges beobachten konnten, sind die Nachteile einer solchen Börsenschließung schwerwiegend. Trotzdem läßt sich schwer beurteilen, ob ein Offenhalten der Börsen in diesem Falle möglich gewesen wäre, da dann vielleicht über die Börse doch noch Kapitalabzüge ins Ausland stattgefunden hätten, die man so wirksam vermeiden konnte. Es ist vor allem fraglich, ob es notwendig war, die Börsenschließung bis April 1932 auszudehnen. Auch nach Wiedereröffnung hielt aber die Depression an, teils aus psychologischen, teils aus realen Gründen (Devisenzwangswirtschaft).

IV. Die Börsen im Dritten Reich

A. Wiederaufbau 1933—39

Den durch Adolf Hitler planmäßig durchgeführten Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft haben die Börsen nicht mitgemacht. Zuerst zeigte die Börse ein unverhohlenes Mißtrauen der neuen Wirtschaftsbelebung gegenüber: die Kurse blieben weit hinter der Wirtschaftsentwicklung zurück.

Andererseits hat auch der NS Staat die Börse zur Finanzierung des Wiederaufbaus nicht nur kaum benutzt, sondern ihr darüber hinaus noch viele ihrer Funktionen genommen.

Als Emissions- und Kapitallenkungsstelle fungierte die Börse so gut wie überhaupt nicht mehr. Grundsätzlich blieb ihr noch die

---

266 Göppert, a. a. O., S. 2.
267 Jessen, a. a.O., S. 12.
268 Börsenschließungen, a. a. O.

Umsatz- und die Preisbildungsfunktion. Die Umsätze waren jedoch infolge der Marktverengung beträchtlich gesunken (industrielle Konzentration, Ausdehnung der Banken, Fehlen der Arbitrage, Einschränkung der Spekulation, Abschaffung des Termingeschäfts usw.). Auch die freie Preisbildung an der Börse unterliegt nunmehr gewissen Beschränkungen (Aussetzung von Notierungen, Anleihestockgesetz u. a. m.). Es bestehen noch gewisse Funktionsmöglichkeiten der Börse auf währungstechnischem Gebiet (Offene-Markt-Politik usw.); ihre Bedeutung als Konjunkturbarometer dagegen entfällt völlig. Allein auf die Reichsanleihen aber kann sich die Börse nicht stützen; denn festverzinsliche Werte sind ihrer Natur nach fester placiert und haben weniger Umsatz.

Die Kontrolltätigkeit der Börse über die Bankpolitik ist ebenfalls gegenstandslos geworden.

Diese starke Beschneidung der Börsenfunktionen wirft die Frage nach der Existenzberechtigung der Börse in der Führungswirtschaft überhaupt auf; diese Frage soll im nächsten Kapitel näher behandelt werden.

Allerdings ist die Wertpapierbörse noch verhältnismäßig gut weggekommen, wenn man bedenkt, daß sich in anderen Wirtschaftszweigen der Staat direkt in den Handel eingeschaltet hat.

B. Der europäische Krieg

Vorher wollen wir noch kurz die Rolle der Börsen im gegenwärtigen Kriege streifen.

Grundsätzlich kann man sagen, daß sie sich gegenüber der Zeit unmittelbar vorher kaum verändert hat. Es war keine Börsenschließung erforderlich wie im Weltkrieg, es erfolgten keine überstürzten Verkäufe wie an den Auslandsbörsen, weil das Publikum das feste Vertrauen zur politischen Führung hat, daß eine zweite Inflation nicht stattfinden wird. Die deutsche „Wehrwirtschaft" war bereits vorher so gut eingespielt, daß der tatsächliche Ausbruch des Krieges nur geringe Veränderungen hervorgerufen hat. Die Börse ist nur noch etwas mehr aus dem Mittelpunkt des Interesses herausgerückt. Die Umsätze zeigen weitere Stagnation, jedoch nicht wegen mangelnder Nachfrage, sondern weil die Effektenbesitzer nicht daran denken, sich von ihrem Besitz zu trennen. Im Gegenteil ist die Nachfrage nach Wertpapieren heute sehr groß, weil durch die Konsumbeschränkung die Sparquote gewachsen ist. Das drückt sich schon in einer Steigerung des Aktiendurchschnittskurses an der Berliner Börse auf über 130% aus. Und auch gesprochen wird über die Börse nicht mehr. Sie ist im Augenblick Nebensache.

Schluß:

Börse und Staatsführung

I. Ist eine Börse ohne Staatsaufsicht möglich?

Die Idealform der Börse, wie wir sie im ersten Teil unserer Arbeit entwickelt haben, erfordert eine völlig freie Wirtschaft, um ihre Funktionen uneingeschränkt ausüben zu können. Wir sahen jedoch bereits, daß sich hieraus zugleich Nachteile für die Gesamtwirtschaft bzw. sonstige völkische Belange ergeben, ja, daß sogar verschiedene Börsenfunktionen einander entgegenstehen können. Es ist nun eine Ermessensfrage, ob man diese Nachteile für so schwerwiegend hält, daß sie ein Eingreifen des Staates in irgendeiner Weise erforderlich machen. Man muß sich dabei immer vor Augen halten, daß rigorose Eingriffe die Wirtschaft stören und im übrigen Umgehungen nach sich ziehen. Besonders viel Takt ist daher bei der Lösung der Maß- und Gradfrage erforderlich.

Dieser Staatseingriff kann nur auf zweierlei Weise erfolgen: Entweder durch gesetzliches Verbot irgendwelcher Handlungen oder durch Einsetzung von Organen zur ständigen Überwachung eines geordneten Verlaufs. Voraussetzung hierfür ist, daß der Staat auch seine fiskalischen Interessen den allgemeinen volkswirtschaftlichen oder völkischen Gesichtspunkten unterordnet.

„Freie Börsen" gab es in Deutschland im Wesentlichen vor 1896[269]. Die Spekulation nahm jedoch Ausmaße an, die die Kursbildung störten und starke sozialpolitische Gefahren für das spekulierende Publikum mit sich brachten. Es ging hier also um einen Konflikt zwischen dem Umsatzprinzip einerseits und dem Preis- und dem Schutzprinzip andererseits.

In allen maßgeblichen Staaten bestehen gesetzliche oder statutarische Bestimmungen zur Einschränkung der Börsenspekulation. In den meisten Ländern sind sie personeller Art: die Börse bleibt einer beschränkten Anzahl Eingeweihter vorbehalten. In Deutschland, wo das demokratische Prinzip an den Börsen herrscht, hat man sich zu Beschränkungen verkehrstechnischer Art entschlossen: Man verbot ganze Arten von Geschäften, hinter denen man besonders die Spekulation vermutete, ganz oder teilweise. Göppert[270] findet im Börsengesetz von 1896 einen ausgesprochenen staatssozialistischen Zug.

---

269 Schacht, a. a. O., S. 9.
270 a. a. O., S. 5.

Neben dieses gesetzliche Verbot aber tritt die Einsetzung eines Überwachungsorgans: des Börsenkommissars. Zuerst ist diese Einrichtung von der Praxis sehr stark angegriffen worden; als sich jedoch zeigte, daß der Börsenkommissar nicht ein Spitzel der Regierung war, sondern sich im Gegenteil als Sachwalter der Börsen bei der Staatsführung entpuppte, änderte man seine Ansicht[271].

Einer der bekanntesten Börsenkommissare, Heinrich Göppert[272] äußert sich jedoch dahin, daß die gesetzlichen Wirkungsmöglichkeiten auf wirtschaftlichem Gebiet äußerst beschränkt seien. Er betrachtet als denjenigen, der wirksam die Spekulation eindämmen kann, den Reichsbankpräsidenten, der „mit einem Stirnrunzeln" jederzeit die Kreditgewährung zu drosseln vermag, ohne die sich keine nennenswerte Spekulation entwickeln könne.

Im Weltkrieg ist der Staatseingriff, der sich in jahrelanger Schließung der Börsen äußerte, wohl etwas zu weit gegangen. Diese Maßnahme läßt sich nur durch das fiskalische Interesse erklären, war jedoch gerade in diesem Interesse gar nicht notwendig, da die Kriegsanleihen auch so Absatz gefunden hätten. Es besteht hier eben der Konflikt, daß der Staat zugleich objektiver Lenker der Wirtschaft sein soll, andererseits aber durch den Fiskus selbst an der Wirtschaft interessiert ist.

In den unmittelbaren Nachkriegsjahren bestand die einzige staatliche Regelung darin, daß der Terminhandel außer Kraft blieb. Es drängt sich jedoch die Frage auf, ob nicht gerade in der Inflation noch andere Möglichkeiten bestanden hätten. Ich denke dabei z. B. an einen Ausschluß des Publikums vom Börsenbesuch, der zwar eine Publikumsspekulation nicht verhindert, zumindest aber weniger reizvoll gestaltet hätte. Aber eine Staatsführung, die eine Inflation überhaupt geschehen ließ, war wohl nicht stark genug, um deren Rückwirkungen auf die Börse mildern zu können.

In jener Zeit läßt sich überhaupt eine einheitlich ausgerichtete Wirtschaftspolitik vermissen. Heinrich Schacht[273] bezeichnet es als den schwersten Fehler des Marxismus auf wirtschaftlichem Gebiet, daß er die Machtmittel der Staatsführung nicht auf das entschiedenste einsetzte, um den Interessenkampf der einzelnen Wirtschaftsgruppen gegeneinander zu beenden.

Einen der wenigen — und dazu noch mißlungenen — staatlichen Eingriffsversuche sehen wir im „Schwarzen Freitag".

Anläßlich des „Schwarzen Freitags" entspann sich eine erregte Diskussion darüber, ob Reichsbankpräsident Schacht richtig gehandelt hatte, indem er den Banken nahelegte, ihre Börsenkredite herabzusetzen. Die Kritiker Schachts, allen voran Adolf Weber[274] und sein Schüler Bernhard Benning[275], weisen darauf hin, daß eine solche Maßnahme überflüssig war,

---

271 Nell—Breuning, a. a. O., S. 218.

272 a. a. O., S. 9.

273 a. a. O., S. 42.

274 Hat Schacht recht?

275 a. a. O.

da in absehbarer Zeit gemäß der Börsenkonjunkturlehre eine Selbstkorrektur der Spekulation zu erwarten gewesen wäre. Es wird weiter gezeigt, daß dieser abrupte Eingriff die gesamte Wirtschaft erschütterte und überdies genau das Gegenteil erreicht habe, was damit beabsichtigt war, nämlich das Hereinströmen weiterer Auslandskredite. Dagegen wird Schacht vorgeworfen, daß er es unterlassen habe, rechtzeitig die Diskontschraube anzuziehen. Schacht verteidigt sich damit, daß eine solche Diskonterhöhung zugleich die der produktiven Wirtschaft gewährten Kredite verteuert hätte.

In der Folgezeit war der Staat zu einem Eingreifen überhaupt nicht fähig, da er selbst in seiner Emissionspolitik fiskalische Interessen den volkswirtschaftlichen voranstellte.

Der nächste größere Eingriff, die Börsenschließung anläßlich der Bankenkrise, wäre nach Ansicht Walbs[276] vermeidbar gewesen (vgl. Kapitel 6 III D).

Abschließend können wir also feststellen, daß selbst in einer nach liberalistischen Grundsätzen geleiteten Wirtschaft eine gewisse Staatsaufsicht über die Börse im volkswirtschaftlichen Gesamtinteresse nicht zu entbehren ist. Denn die Börse, die privatwirtschaftlich denkt, muß zur Berücksichtigung volkswirtschaftlicher Belange gezwungen werden. Die Stärke und die Mittel dieser Staatsaufsicht sind der jeweiligen Situation anzupassen.

Unter diesen Umständen wird es nicht wunder nehmen, wenn auch der NS Staat die Börse nicht in der alten Form weiter vegetieren läßt, sondern sie seinen Bedürfnissen entsprechend gestaltet.

II. Ist in einer Führungswirtschaft eine Effektenbörse möglich bzw. erforderlich?

A. Wirtschaftliche Notwendigkeit

Zur Klärung dieser Frage muß zunächst einmal festgestellt werden, daß eine Abschaffung der Börse die Abschaffung der Effektenfinanzierung[277] zur Voraussetzung haben würde. Denn wenn auch die Emission der Effekten nur noch selten über die Börse erfolgt, so würde die Placierung doch auf empfindliche Widerstände stoßen, wenn den Käufern nicht die jederzeitige Wiederverkäuflichkeit der Papiere an der Börse zu einem öffentlich bekannten Preis garantiert würde.

Es entsteht also die Frage, ob es möglich ist, die Effektenfinanzierung grundsätzlich durch eine andere Finanzierungsart zu ersetzen.

Eine Möglichkeit wäre die Selbstfinanzierung. Diese begünstigt jedoch Fehlinvestitionen, weil das Kapital an seiner Entstehungsstelle investiert wird ohne Rücksicht darauf, ob es dort am produktivsten angelegt ist. Darüber hinaus aber wird eine Selbstfinanzierung bei beträchtlichen Erweiterungen gar nicht einmal möglich sein, denn die Kapitalbildungskraft jedes Unternehmens ist begrenzt.

---

276 a. a. O.

277 Halm a. a. O., S. 152.

Weiter käme in Frage eine Finanzierung durch Bankkredite; es entsteht dabei die Frage, wer dann das Risiko tragen soll. Außerdem würde das schwere Liquiditätsprobleme für die Banken mit sich bringen.

Als letzter Weg bliebe der Staatskapitalismus; doch entspricht dieser nicht der nationalsozialistischen Wirtschaftsauffassung, die bekanntlich keine Vollplanung, sondern „gesteuerte Selbstverwaltung" will. Da also eine bessere Finanzierungsform noch nicht gefunden wurde, hat die Börse auch bisher sämtliche Anfeindungen überdauert[278].

B. Weltanschauliche Einwände

In der Diskussion stößt man sich vielfach lediglich an dem Wort „Effektenkapitalismus", das für viele — jedoch mit Unrecht — noch den Beigeschmack der Herrschaft des Kapitals über den Menschen trägt.

Immer wieder ist der Einwurf erhoben worden, daß die Börse ungeachtet ihrer wirtschaftlichen Notwendigkeit nicht in das politische und weltanschauliche System des Nationalsozialismus hineinpasse[279]. Die Börse bilde einen Staat im Staate, die notwendig mit ihr verknüpfte Spekulation fördere eine materialistische Wirtschaftsgesinnung, sie erzeuge arbeitsloses Einkommen, sie fördere die Anonymität, sie sei ein Exponent des „Kapitalismus" u. a. m.

Diese Zweifler haben aber offenbar selbst die Autorität eines wirtschaftenden Staates unterschätzt, kraft derer er die eigennützigen Handlungen der Börse beschränkt.

Dies bestätigt Wirth[280] mit folgenden Worten:

> „Konnte früher die Kritik die Behauptung aufstellen, daß die Börse dem Einfluß des Kapitals hörig war und daß das Kapital auf dem Wege über die Börse in der Lage war, die Wirtschaft, die öffentliche Meinung, ja die Wirtschaftspolitik zu beeinflussen, so ist die Börse heute zu einer Dienerin der staatlich gelenkten Wirtschaft geworden."

Auch die Börsenreformgesetze von 1934 weisen darauf hin, daß man von Staatswegen das Institut der Börse noch für der Mühe wert hält, sich damit zu befassen. Oberascher[281] sagt daher:

> „Der Börsenhandel gehorcht heute wieder einem höheren Gesetz, dem Gesetz des völkischen Lebens, das sich mit unwiderstehlicher Gewalt auch im wirtschaftlichen Leben Bahn bricht und damit nicht zuletzt auch ein Bauelement der Wirtschaft selbst geworden ist, das an der Gliederung und am Ablauf der Wirtschaft teilnimmt."

---

278 So daß Staatsrat Reinhart auf einer Arbeitsgemeinschaft der Reichsbetriebsgemeinschaft Banken im Oktober 1936 erklären konnte, daß, wenn die Börse noch nicht vorhanden gewesen wäre, der Nationalsozialismus sie bestimmt geschaffen hätte.

279 Neue freie Presse, Wien, 17. 2. 1938: „Die börsenfeindliche Einstellung der Partei macht sich ständig spürbar."

280 Die Neue Wirtschaft, Berlin, Oktober 1938.

281 a. a. O., S. 89.

Die Frankfurter Zeitung[282] argumentiert:

„Eine solche Entwicklung lief der nationalsozialistischen Weltanschauung nicht zuwider. Denn indem der „starke Staat" die Wirtschaft seinem Willen gefügig und seinen Bedürfnissen untertan machte, verloren auch die herkömmlichen Einrichtungen des Kapitalverkehrs ihren beanstandeten Charakter . . . Es gibt sicher Möglichkeiten, um den Kapitalmarkt und seine Einrichtungen zu pflegen . . ., so wenig gewiß daran gedacht ist, diejenigen Züge der Börsenverfassung wieder herzustellen, die einst Anstoß gefunden haben. Von grundlegender Wichtigkeit für die Leistungsfähigkeit des Apparates wird auch sein, welches Ansehens sich die . . . Einrichtungen des Kapitalmarkts erfreuen, . . . auch in der gesamten Öffentlichkeit. Dort werden an die Bezeichnungen „Aktie", „Aktionär", „Dividende" und „Börse" gelegentlich noch Vorstellungen geknüpft, die aus einer Zeit stammen, in der diese Institutionen und ihre Handhabung Widerspruch fanden. Soll der Kapitalmarkt in erhöhterem Umfange für den privaten Geldbedarf erschlossen werden, . . so wird in dem Besitz und in der Veräußerung von Wertpapieren sowohl als auch in der Börseninstitution nichts Anstößiges erblickt werden dürfen. Denn Banken und Börsen haben den wirtschaftspolitischen wie weltanschaulichen Erfordernissen einer neuen Zeit in den letzten Jahren Rechnung getragen, und sie dürfen daher . . . auf das gleiche Ansehen rechnen, das jede der Wirtschaft des deutschen Volkes dienliche Einrichtung beanspruchen kann."

Kalveram[283] urteilt:

„Bei sachlicher Prüfung der für und gegen die Börse angeführten Argumente wird man zunächst feststellen müssen, daß unerlaubte, gesetzwidrige und der Kaufmannsehre widersprechende Betätigungen und spekulative Auswüchse nicht zwangsläufig aus dem Wesen der Börse folgen, sondern durch eine den tragenden Grundgedanken unserer Volkswirtschaft angepaßte Organisation und durch besondere Verbots- und Überwachungsvorschriften verhindert werden können. Es ist auch nicht richtig, daß sich an der Börse ein freies Spiel der Kräfte zwangsläufig auswirkt; durch planmäßige Steuerung kann auch hier eine den Interessen der Gesamtheit dienende Entwicklung der Marktverhältnisse gesichert werden."

Dem Grunde nach sind sich daher sämtliche maßgebenden Persönlichkeiten darüber einig, d a ß die Börse weiter bestehen wird und muß[284]; die Meinungen differieren lediglich über den Umfang der einzelnen Funktionen, die sie in Zukunft haben soll.

---

[282] a. a. O.

[283] a. a. O.

[284] Argentarius (Briefe eines Bankdirektors an seinen Sohn, S. 123): „Will der Staat den Effektenkapitalismus, . . . so muß er eine starke Börse wollen." An anderer Stelle motiviert er die Notwendigkeit der Börse mit der arbeitsteiligen Tauschwirtschaft.
Frankfurter Zeitung 26. 2. 1939: „. . . daß in einer auf Privateigentum und

III. Welches sind die Funktionen der Börse in der nationalsozialistischen Führungswirtschaft?

Von einer Börse, deren Natur und Stellung in der Volkswirtschaft sich weitgehend gewandelt hat, kann man nicht die gleichen Leistungen verlangen wie in der Vergangenheit.

A. Wandlung alter Funktionen

Diejenige Funktion, die der Börse von allen Seiten restlos zuerkannt wird, ist die der Liquidisierung. Selbst wenn keine Börse existierte, wäre doch eine Stelle erforderlich, die die Spitzen aufnimmt, welche die Banken nicht kompensieren können. Hören wir hierzu einige Stimmen der Zeit:

Wrede[285] sagt: „Die grundlegende Aufgabe der Sicherung der tatsächlichen Realisierbarkeit der börsenmäßig gehandelten Effekten ist auch heute noch in vollem Umfang gegeben."

Oberascher[285] schreibt, eine Warenbörse sei entbehrlich, „aber die Mobilisierung großer Teile des Volksvermögens in Form von Aktien und Obligationen wird immer wieder die Notwendigkeit eines Umschlagplatzes für diese Vermögenswerte bestehen lassen". Als solcher Markt solle selbstverständlich die Börse bestehen bleiben.

Reichsminister Funk (Bankiertag 1938) spricht der Börse neben der Sicherung der Realisierbarkeit auch die Aufgabe der Bewertung der Effekten zu.

Grundsätzlich übt die Börse auch die Preisbildung für Effekten weiter aus, wenn diese auch durch die staatliche Preispolitik und die gesunkenen Umsätze stark eingeschränkt ist.

Die Frage der Kursbildung sieht selbst Oberascher[286] noch nicht als gelöst an. Hierbei wird es nach Czernin[287] entscheidend darauf ankommen, das Publikum darüber aufzuklären, daß nicht der Börsenkurs als solcher authentisch und unabänderlich sei, sondern daß es selbst an seiner Gestaltung entscheidend mitwirken kann. Immerhin legt man auf die Öffentlichkeit der Kursbildung offenbar noch größeren Wert.

Als allgemeines Konjunkturbarometer dagegen hat die Börse endgültig ausgespielt[288].

Leistungswettbewerb sich gründenden ökonomischen Verfassung ein Bedürfnis nach einer Institution bestehen geblieben war. Eine industrielle Volkswirtschaft von der Größe und Entwicklungsreife der deutschen bedurfte nicht nur weiterhin eines Kapitalmarkts, sondern auch der Verwaltungsformen, die sich für große und immer größer werdende Unternehmungen mit Nutzen herausgebildet hatten."
Ähnlich argumentiert Kalveram (a. a. O.), der vermutlich dem genannten Artikel auch als Quelle gedient hat, und fährt fort: „Ob ohne sie die Wirtschaftsweise sich grundlegend zum Nachteil des Ganzen ändern würde . . ., läßt sich heute noch nicht entscheiden. Sicher ist jedenfalls, daß die Börse heute noch nicht entbehrt werden kann."

285 a. a. O.

286 a. a. O., S. 85.

287 a. a. O., S. 191 ff.

288 Wirtschaftsjahrbuch 1938, S. 31.

Die Frankfurter Zeitung[289] rechnet — entgegen allgemeiner Ansicht — sogar mit einem Bedeutungszuwachs der Börse insbesondere auf dem Gebiet der Finanzierung, der durch das wachsende Volkseinkommen bei gedrosseltem Konsum begünstigt wird.

Denn die industrielle Selbstfinanzierung werde nicht mehr in dem bisherigen Umfange durchführbar sein. Ein erhöhter Kapitalbedarf der Wirtschaft leite sich vor allem aus der Notwendigkeit der Ersetzung des knappen Produktionsfaktors Arbeit durch Kapital her. Ferner müßten die Unternehmungen Gelegenheit haben, sich von ihren Beständen an Reichsanleihen zu befreien, wenn sie ihre Mittel benötigen; endlich erfordere die Überführung jüdischen Effektenbesitzes in arische Hände erhebliche Mittel.

Staats- und Privatwirtschaft zweckmäßig aufeinander abzustimmen, ist daher auch nach Ansicht Wagemanns[290] eines der Hauptprobleme der Gegenwart und der nächsten Zukunft.

Dabei besteht die Tendenz, festverzinsliche Werte der Aktienfinanzierung vorzuziehen; denn hierdurch wird das spekulative Element weitgehend ausgeschaltet und zugleich eine Störung des Reichsanleihenmarktes vermieden. Oberascher[291] glaubt sogar an eine noch stärkere Verdrängung der Aktienfinanzierung. Soweit die Finanzierung durch Aktien noch möglich sei, habe sie die Ersetzung des Spekulationsprinzips durch das Prinzip der Vorsorge zur Voraussetzung. Es ist fraglich, ob Oberascher hier nicht die Bedeutung der Spekulation unterschätzt.

Staatsrat Reinhart, der eifrigste Verfechter der Börse[292], gibt sogar der etwas optimistischen Hoffnung Ausdruck, daß die Börsen sich wieder zum allgemeinen Kapitalmarkt entwickeln werden. Einen Weg hierzu sieht er in der Wiedereinführung des Terminhandels. Kalveram dagegen erwartet hiervon keine Belebung des Börsengeschäfts.

Immerhin hat die Finanzierung durch die Börse Vertrauen zur Voraussetzung; denn nur dadurch kann auf die Dauer die Kapitalbildung und -bereitstellung gehoben werden. Das bedeutet aber zugleich einen weitgehenden Ausschluß des spekulativen Elements.

Diese optimistischen Anschauungen sind verständlich, wenn man den gegenwärtigen Zeitpunkt zur Basis nimmt, in dem tatsächlich die Finanzierungstätigkeit der Börse auf ein Minimum abgesunken ist. Es gehört heute nicht viel Prophezeiungsgabe dazu, um zu erkennen, daß die Umsatztätigkeit der Börse im Dienste der Finanzierung in absehbarer Zeit wieder einen erheblichen Aufschwung nehmen muß, will man nicht auf eine Haltung der Vollbeschäftigung verzichten.

Allerdings wird sich die zukünftige Kapitalvermittlungsfunktion der Börse auf den Inlandsmarkt beschränken; denn die internationale Arbitrage ist durch die Notizeinstellung und neuerlich durch den Anbietungszwang für ausländische Wertpapiere so gut wie ganz lahmgelegt. Der Kapitalexport geht jetzt andere Wege, z. B. den des langfristigen Waren-

289 a. a. O.
290 Wirtschaftspolitische Strategie, S. 33.
291 Oberascher, a. a. O., S. 89.
292 a a. O., S. 156 ff.

kredits. Nach der gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Situation ist mit einer Änderung dieser Tendenz in absehbarer Zeit nicht zu rechnen.

Die Schrumpfung der Börsenumsätze wird von führenden Persönlichkeiten selbst als bedauerlich bezeichnet; soweit sie sich als Folge wirtschaftlicher Maßnahmen herausstellt, liegt hier eine Interessenkonkurrenz vor, die in Kauf genommen werden muß. Das Gleiche ist der Fall bei Momenten, die in der allgemeinen Wirtschaftslage begründet sind. Im übrigen hat der Staat durch die Kompensationssteuer, Reduzierung der Börsenanzahl usw. selbst alles getan, um die Umsätze an den einzelnen Börsen zu steigern. Dieser feste Wille dokumentiert sich in neuester Zeit besonders in der Aufhebung der Spekulationssteuer und der Sperrverpflichtung für neu emittierte Aktien und in der in Aussicht gestellten Nichterneuerung des Anleihestockgesetzes.

Dafür, daß man der Börse die Kapitallenkung wieder überlassen wird, besteht dagegen wenig Wahrscheinlichkeit. Dazu hat sie diese von ihr reklamierte Funktion bereits lange vor der Machtergreifung zu schlecht erfüllt.

Verschiedentlich ist von Börsenreformern beanstandet worden, daß die Börsengesetzgebung der Jahre 1934/35 keine grundlegende Neugestaltung des Börsenwesens brachte, sondern im Wesentlichen organisatorische Fragen ordnete. Es hat sich jedoch inzwischen gezeigt, daß die Neuordnung des Börsenwesens nicht von der Börse her ihren Ausgangspunkt zu nehmen hat, sondern allgemeinwirtschaftliche Maßnahmen wie Preispolitik, Kapitallenkung, psychologische Beeinflussung usw. viel einschneidender auf die Stellung der Börse einwirken[293], zumal eine Reform lediglich der Börse nur Ausweicherscheinungen zur Folge haben wird[294].

Schon weil man die Börse nicht einfach wie ein Geschäft schließen kann, wenn eine Renovierung bevorsteht, so müssen Reformmaßnahmen äußerst vorsichtig angesetzt werden, um den Betrieb nicht zu stören.

Burkheiser[295] sagt daher:

> „Alles in allem weisen diese Ansätze, die gewiß erst als Symptom eines Funktionswandels aufgefaßt werden können, darauf hin, daß die Börse mehr und mehr aufhört, eine liberal-kapitalistische Institution zu sein. Schrittweise, in kontinuierlicher, organischer Entwicklung, gerät sie mehr und mehr aus dem Bannkreis der autonomen Gläubigerinteressen und wird ein Instrument staatlicher Investitionspolitik."

B. Neue Möglichkeiten

Damit aber harren der Börse völlig neue Aufgaben. Durch ihre veränderte Stellung in der Volkswirtschaft ist sie nicht mehr Selbstzweck und notwendiges Übel, sondern sie ist zum Instrument[296] in der Hand des

---

293 Außerdem kommt es nicht nur auf gesetzliche Normen an, sondern darauf, wie die Wirtschaft diesen Rahmen ausfüllt.

294 Vgl. Oberascher a. a. O., S. 2.

295 Funktionswandel der Börse. (Die Bank, 1936, S. 394.)

296 Siehe auch Scheunemann, a. a. O., S. 162 ff.

Staates geworden, der sie zur Lösung neuer Aufgaben wirtschafts-, sozial- und finanzpolitischer Art einsetzen kann. Denn es ist klar, daß eine Wirtschaftssteuerung viel leichter möglich ist, wenn der Staat wenige große Märkte vor sich hat, als bei einem dezentralisierten Kapitalmarkt, wie ihn u. a. die Banken repräsentieren.

Daß die nationalsozialistische Wirtschaftspolitik das Instrument der Börse braucht und sich seiner bedient, hat Reichsminister Funk bei den verschiedensten Gelegenheiten, zuletzt auf der Reichsbank-Hauptversammlung 1939, eindeutig ausgesprochen.

Wie wir bereits früher sahen, hat die Börse zur Vorbereitung der großen Zinskonversion wesentlich beigetragen.

Ein ganz neues Feld, auf dem die Börse der Politik des Staates dienen konnte, war die Währungsregulierung mit Hilfe der Offen-Markt-Politik.

Besonders im Rahmen der beiden Vierjahrespläne hat die Börse ihre Existenzberechtigung bewiesen. Auch für die Reichswerke Hermann Göring ist z. B. die Form der Aktienfinanzierung gewählt worden.

Undenkbar wäre ferner die Durchführung des Neuen Finanzplanes ohne das Vorhandensein der Börse, die insbesondere die Steuergutscheine II denjenigen Unternehmern abnimmt, welche sie nicht als Zahlungsmittel verwenden können.

Die Börse hat, worauf besonders Jessen[297] hinweist, heute nicht nur volkswirtschaftliche im engeren Sinne, sondern auch wehrwirtschaftliche Bedeutung, wobei unter Wehrwirtschaft nicht eine Kriegswirtschaft, sondern die auf den Krieg gerüstete Wirtschaft zu verstehen ist. Wie ausgezeichnet diese Wehrwirtschaft funktioniert hat, zeigt das ruhige Verhalten der deutschen Börsen bei Kriegsausbruch im Gesensatz zu den Auslandsbörsen.

Endgültiges über die Rolle der Börse im NS Staat wird sich erst sagen lassen, wenn Art und Ausmaß der Staatsfinanzierung auf längere Sicht feststehen.

IV. Erfüllt die funktionsbeschnittene Effektenbörse noch die Kriterien einer Börse?

Daraus aber, daß die Börse zum „Instrument"[298] geworden ist, ergibt sich die Frage: Ist dann die Börse überhaupt noch Börse? Ist es überhaupt mit dem Wesen der Börse vereinbar, sich mit der Rolle des Hilfsinstruments zu begnügen, gehört nicht vielmehr die Funktion, Gestalter der Wirtschaft zu sein, zu ihren wesensnotwendigen Eigenschaften?

Besonders in Kreisen der Praxis beklagt man sich bitter, daß die Effektenbörse praktisch illusorisch geworden sei, daß sie, die früher Inbegriff der Börse überhaupt gewesen war, nunmehr an Bedeutung sogar hinter der allgemeinen Börse zurückstehe. Schon das äußere Bild bekräftigt dies: Wenn man früher zur Börse kam, schlug einem schon von weitem lautes Stimmengewirr entgegen; heute verteilen sich auf den

297 a. a. O.

298 Oberascher: „Hilfsorgan", „Diener der Wirtschaft".

weiten Börsensaal einige kleine Grüppchen, die mit gedämpfter Stimme plaudern und die neuesten Witze austauschen, anstatt Geschäfte zu machen. In Kreisen der Praxis ist man der Ansicht, daß die Börse erst wieder zur Börse wird, wenn die Wirtschaft sich wieder selbst finanziert.

Gewiß — die Gesamterscheinung, die man früher als „Börse" zu bezeichnen pflegte, ist dahin. Dem wurde, wie Lansburgh[299] berichtet, 1933 an der Berliner Börse durch die Anregung Rechnung getragen, die Börse nunmehr „Handelshof" zu nennen.

Aber kommt es denn auf den Namen an? Wenn neue Formen entstehen, so hat man stets die Wahl, ein neues Wort zu prägen oder dem alten Namen einen neuen Sinn zu geben. Als die Pferdedroschke durch das Automobil ersetzt wurde, hat man auch hierfür die Bezeichnung „Droschke" übernommen, während der „Kutscher" als Chauffeur sich nicht einbürgern wollte. Der Name ist also lediglich Geschmacksache, sachlich aber belanglos.

Es wird für die Kaufmannschaft, speziell für die Hamburger Kaufmannschaft, bei der die Tradition eine große Rolle spielt, schwer sein, sich an den neuen Begriff und die neuen Verhältnisse zu gewöhnen. Es ist auch verständlich, daß der Unternehmer die vielen Beschränkungen seiner Handlungsfreiheit als Hemmnis empfindet. Dieses ist aber ein Umstand, über den sich nicht allein das Kreditgewerbe, sondern viel mehr noch der Außenhandel zu beklagen hat und der in den allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnissen begründet liegt.

Urteile der Praxis sind stets subjektiv gefärbt und können daher nur nach sorgfältiger Prüfung zur Gewinnung volkswirtschaftlicher Erkenntnisse verwendet werden[300].

Da, wie bereits gezeigt wurde, die die Börsenfreiheit einengenden Maßnahmen volkswirtschaftlichen Notwendigkeiten entspringen, besteht z. Zt. nur beschränkte Möglichkeit zu ihrer Lockerung. Es ist jedoch zu hoffen, daß nach Vollendung der besonders kostspieligen Gegenwartsaufgaben (Aufbau der Vierjahresplanindustrien, Aufrüstung usw.) und nach Beendigung des Krieges der Kapitalmarkt noch mehr für die Privatwirtschaft da sein wird, zumal ja dann diese großen Investitionen auch Erträge abwerfen, und daß andererseits die allmähliche Durchsetzung nationalsozialistischer Wirtschaftsmoral später einmal eine Lockerung der die Handlungsfreiheit des Einzelnen einengenden Vorschriften gestattet.

Die ersten Kriegsmonate haben keine wesentliche Veränderung der Problemstellung gebracht. Um die Börse ist es zunächst stille geworden, weil wichtigere Probleme vorliegen. Nach Beendigung des Krieges ist aber damit zu rechnen, daß die einmal begonnene Linie in der NS Wirtschaftspolitik konsequent wieder aufgenommen werden wird.

---

[299] Die Bank, a. a. O.

[300] Aus dem Geschäftsbericht einer hanseatischen Großhandelsfirma (zitiert nach Oberascher, a. a. O., S. 83): „Es haben sich Begriffe breit gemacht wie „gerechter Preis" . . . usw., die bestimmt für einen ausgeglichenen binnenwirtschaftlichen Handel sozialpolitische (sic!) Bedeutung haben. Für den hamburgischen Handel dürfte es solche Begriffe nicht geben."

BENUTZTE LITERATUR

1. Bücher und Einzelartikel

Bagehot, Walter: Lombard Street, (neue Aufl.) London 1917.
Beckerath, Herbert von: Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916.
Benning, Bernhard: Der Schwarze Freitag. (Effektenbörse und Volkswirtschaft) Jena 1929.
Börsen- und Wirtschaftskalender der Frankfurter Zeitung 1939.
Buchwald, Bruno: Die Technik des Bankbetriebes, Berlin 1924.
Bürgerliches Gesetzbuch.
Cassel, Gustav: Theoretische Sozialökonomie, Leipzig 1922.
— In „Skandinaviska Kreditaktiebolaget", April 1929.
Commerz- und Privatbank: Wirtschaft und Börse, 1936.
Czernin, Peter Graf: Die Börse, Jena 1937.
Eberstadt: Der deutsche Kapitalmarkt, Leipzig 1901.
Elbel, Georg: Devisenvorschriften für den Wertpapierverkehr, Würzburg 1937.
Finke, Johannes: Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Arbitrage und ihre Einschränkung durch die Kriegs- und Nachkriegsgesetzgebung, Greifswald 1930.
Flersheim, Fritz: Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, Freiburg 1914.
Gerschkow, W. M.: Der Geld- und Kapitalmarkt, 1932.
Göppert, H.: Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, Berlin 1914.
— Börse und Publikum, Berlin 1930.
Granichstädten—Czerva: Grundbegriffe des modernen Bank- und Börsenwesens, 1923.
Gunzert, Rudolf: Effektenmarkt und Konjunkturverlauf. Jena 1929.
Halm, Georg: Geld — Kredit — Banken, München 1935.
Handelsgesetzbuch.
Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Auflage.
Harms: Kapital und Kapitalismus, Berlin 1931.
Huhle, Fritz: Auslandsanleihen, Industrialisierung und Weltwirtschaft. (Weltwirtschaftl. Archiv 1938, S. 251 ff.).
Industrie- und Handelskammer Hamburg: Bericht über das Jahr 1938.
Internationale Handelskammer: Termingeschäfte, Zweck, Funktion und Rechtslage, Washington 1931.
Jentsch: Volkswirtschaftslehre, 1920.
Jessen, Arnd: Wehrwirtschaft und Börse, Berlin 1937.

Kahl: Der deutsche Industrieaktienmarkt nach dem Kriege, Hamburg 1921.
Kalveram, W.: Die Börse und ihre Aufgaben (Die deutsche Bankwirtschaft, 5. Band, Berlin 1935—38).
Kautzsch, von: Banken und Börsen als zerstörende Kräfte in der Sozialwirtschaft, 1917.
Keynes, J., M.: A Treatise on Money.
Klebba, Walter: Börse und Effektenhandel im Kriege, Berlin 1920.
Kokotkiewicz: Die Bedeutung der Veröffentlichung der Börsenumsätze (Der deutsche Ökonomist 1927, S. 784 ff.).
Kuehnel, Bernhard: In der Werkstatt der Börse, 1923.
Lansburgh, Alfred: Briefe eines Bankdirektors an seinen Sohn, Band 4: Die Börse, Berlin 1922.
Machlup, Fritz: Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung, Wien 1931.
Martini (Ministerialblatt für Wirtschaft, Aug. 1938).
Meithner, Karl: Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien 1930.
Moeckel, Rudolf: Der Börsenwucher, 1917.
Nell—Breuning, Oswald von: Grundzüge der Börsenmoral (Studien zur Katholischen Sozial- und Wirtschaftsethik, Band 4), Freiburg 1928.
Oberascher: Die Börsen im Neuen Deutschland (Ständisches Leben, Wien 1935, S. 1 ff.).
Offermann: Das fictive Capital als Ursache des niedrigen Arbeitslohnes, Wien 1896.
Pesch: Lehrbuch der Nationalökonomie, 1923.
Prion, Willi: Ist die Börse reformbedürftig? Berlin 1932.
— Börsen — wozu? Berlin 1939.
— Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl., Berlin 1929.
— Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, Leipzig 1907, S. 92 f.
Reichardt, Wolfgang: Kapitalbildung und Kapitalmarkt in Deutschland seit der Stabilisierung (Festschr. für H. Schacht, Berlin 1937, S. 587 ff.).
Reinhart, Friedrich: Die Börsen im Dritten Reich, Bankarchiv 1935/36, S. 156 ff.
Reisch: Rückwirkungen der Börsenspekulation auf den Kreditmarkt. („Zeitschrift für Nationalökonomie" 1930, S. 205 ff.).
Sievers, F.: Kommunikationen zwischen Geld- und Kapitalmarkt. Würzburg 1936.
Schacht, Heinrich: Die Börse im Dritten Reich, Berlin 1934.
Scheunemann, Werner: 2½ Jahre Börsenreform. „Deutsche Volkswirtschaft" Jg. 4, 2, S. 602 ff., 1935.
Schiff, Erich: Kapitalbildung und Kapitalaufzehrung im Konjunkturverlauf, Wien 1933.
Schumacher, H.: Die Stellung der Börse in der Volkswirtschaft. (Mitt. d. Bln. Handelskammer 1927, Nr. 7, Beilage).
Schürmann, A. W.: Ohne Baisse keine Börse (Deutsche Allgemeine Zeitung, 24. 8. 1938).
Sombart, Werner: Die deutsche Volkswirtschaft im 19. Jahrhundert.
— Der moderne Kapitalismus, Mchn. 1927.
— Die Juden und das Wirtschaftsleben, Berlin 1918.

Spiethoff: Die äußere Ordnung des Geld- und Kapitalmarkts, Schmollers Jahrbuch 1909.
Splettstößer: Entzieht die Börse der Wirtschaft Kapital? BBZ. 2. 2. 34.
Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, div. Jahrgänge.
Stucken, Rudolf: Deutsche Geld- und Kreditpolitik, Hamburg 1937.
Trumpler: Probleme des Börsenverkehrs (Strukturwandlungen der deutschen Volkswirtschaft, Berlin 1929, 2. Band, S. 381 ff.).
Veesenmayer, Edmund: Die Neugestaltung des Effektentermingeschäfts, Jena 1929.
Verhandlungen des Allgemeinen Deutschen Bankiertages 1925, S. 182 bis 209: Effektenverkehr und Börsenterminhandel.
Verhandlungen des Allgemeinen Deutschen Bankiertages 1938.
Wagemann, Ernst: Wirtschaftspolitische Strategie, Hamburg 1937.
— Zinshöhe und Kapitalverteilung in Deutschland seit 1924. In „Kapital und Kapitalismus" 1931, 1. Bd., S. 372.
Walb, Ernst: Die Börsenschließungen und das Wiederingangbringen der Börsengeschäfte im Verlauf des Weltkrieges (Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung, 1931, S. 393 ff.).
— Kapitalverbrauch und Kapitalfehlleitung. (Kapital u. Kapitalismus II, S. 376 ff.) Berlin 1931.
Weber, Adolf: Allgemeine Volkswirtschaftslehre.
— Depositenbanken und Spekulationsbanken. 3. Aufl., München 1922.
— Hat Schacht recht? München 1928.
Weber, Max: Die Börse, Göttingen 1894.
— Ges. Aufs. z. Soziologie u. Sozialpolitik, Tübingen 1924, S. 321.
Wiedenfeld: Die Börse in ihren wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Börsengesetz, Berlin 1898.
Wirth, Louis: Die Stellung der deutschen Börse in der Kapitalmarktpolitik des Reiches (Die neue Wirtschaft, Berlin, Oktober 1938).
Wirtschaftsjahrbuch 1938 (Münchner Neueste Nachrichten).
Wrede, Victor: Stellung der Wertpapierbörse im Organismus einer Volkswirtschaft (Zahlungsverkehr und Bankbetrieb, 1936, S. 136 ff.).
Zaensdorf, Kurt: Verfassung und Organisation der deutschen Börsen im Lichte der rechtsgeschichtlichen Entwicklung, Würzburg 1937.

2. Zeitungen und Zeitschriften

Bankarchiv.
Berliner Börsenzeitung.
Berliner Lokalanzeiger.
Der deutsche Ökonomist.
Deutsche Bergwerkszeitung.
Die deutsche Volkswirtschaft.
Frankfurter Zeitung.
Hamburger Tageblatt.
Le Temps.
Neue Freie Presse, Wien.
Norddeutsche Allgemeine Zeitung.
Reichsgesetzblatt.
Tägliche Rundschau, Berlin.

The Chase Economic Bulletin.
Völkischer Beobachter.
Weltpost Hamburger Tageblatt.
Weltwirtschaftliches Archiv.
Wirtschaft und Statistik.
Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
Zeitschrift für Nationalökonomie.

Die Bank; hieraus insbesondere:
Argentarius: Braucht die Wirtschaft eine Börse? 1933, S. 1437 ff.
Burkheiser, Karl: Funktionswandel der Börse. 1936, S. 394.
Waldegg: Börsenreform. 1933, S. 568.
Lansburgh, Alfred: Die Divinationsgabe der Börse, 1909.

Der deutsche Volkswirt; hieraus insbesondere:
Donner, Otto: Für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt. 1933, S. 1443.
Katte, Mario: Um die Sanierung der Effektenmärkte, 1933, S. 521.
Richter—Altschäffer, Hans: Börsenbewegung und Volkswirtschaft. Jahrgang 4, 1, 1930, S. 664 ff.
Stolper, Gustav: Börse und Kapitalmarkt. 1926, S. 331.

Die Wirtschaftskurve; hieraus insbesondere:
Fuerth, Franz: Auflockerungstendenzen am Kapitalmarkt, 1934/35, S. 113.
Wolfgang: Der Neuaufbau des deutschen Rentenmarktes. 1930, S. 84 ff.

Wirtschaftsdienst; hieraus insbesondere:
Zimmermann, Carl: Börse und Kapitalmarkt, 1933, S. 1648.
Prion, Willi: Börsen ohne Hinterland. 17. 4. 1936.

3. Jüdische Autoren:

Bernhard, Georg: Die Börse, ihre Geschichte, ihr Wesen und ihre Bedeutung. Berlin 1906.

Lewinsohn, Richard und Pick, Franz: Sinn und Unsinn der Börse, Berlin 1933.

LEBENSLAUF

Am 17. Januar 1913 als Tochter des Wiesbadener Kaufmanns A. W. Knapp zu Blankenese geboren, aufgewachsen in Berlin und Ostpreußen, bestand Verfasserin 1932 in Hamburg das Abitur.

Beruflicher Werdegang: Praktische Lehre im Anwaltsbüro, Anwaltsgehilfin, darauf Direktionssekretärin und englische Übersetzerin bei der „Standard", anschließend Anwaltsbürovorsteherin, dann Handlungsbevollmächtigte und Börsenvertreter im Versicherungsfach; gegenwärtig Berichtskritikerin einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

Akademische Ausbildung: Von 1936 bis 1939 Studium der Rechts- und Staatswissenschaften an der Hansischen Universität, Frühjahr 1939 Diplomvolkswirt.